

Revue économique

Décembre 2017



© 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

Revue économique

Décembre 2017



Table des matières

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE – AUTOMNE 2017	7
LES CRÉDITS DES BANQUES SONT-ILS ALLOUÉS AUX FIRMES PERFORMANTES ?	31
LA POLITIQUE DE TAUX NÉGATIF DANS LA ZONE EURO ET L’OFFRE DE PRÊTS BANCAIRES	45
SE DIRIGE-T-ON VERS UN NOUVEAU DOSAGE DES POLITIQUES DANS LA ZONE EURO ?	65
GRANDIR POUR SURVIVRE ? PORTRAIT DES JEUNES ENTREPRISES À FORTE CROISSANCE EN BELGIQUE	97
ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE LA SITUATION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES ET DES LIENS DE PARTICIPATION	119
ABSTRACT FROM THE WORKING PAPERS SERIES	149
SIGNES CONVENTIONNELS	151
Liste des abréviations	153

Projections économiques pour la Belgique – Automne 2017

Introduction

Comme attendu, l'économie mondiale a enregistré une croissance relativement soutenue au cours des deux premiers trimestres de 2017. Selon les premières statistiques trimestrielles et les indicateurs avancés de certains pays importants, le rythme de croissance semble par ailleurs, à tout le moins, s'être maintenu au second semestre. Les hypothèses communes retenues aux fins des présentes projections, arrêtées le 23 novembre 2017, et dont les principales sont décrites dans l'encadré 1, tablent dès lors sur un léger redressement de la croissance annuelle mondiale hors zone euro, qui devrait cependant légèrement diminuer à partir de 2018. Cette contraction découlerait du fait que le ralentissement progressif enregistré dans certains pays avancés ne serait pas entièrement compensé par la croissance accrue observée dans une série de pays émergents, tel le renforcement attendu de la reprise de l'économie brésilienne.

Le commerce mondial s'est quant à lui fortement redressé au premier semestre de l'année: d'après les premières données disponibles, la croissance des flux commerciaux mondiaux a été presque deux fois plus vive que celle du PIB mondial. Ce phénomène, largement répandu, semble notamment s'expliquer par la reprise des investissements qui affichent une forte intensité en importations. L'effet conjugué de la reprise dans les pays émergents et de l'accroissement des contraintes d'offre dans plusieurs pays avancés pourrait également avoir conduit à une nouvelle extension des chaînes de production internationales. La nette expansion des échanges commerciaux rend par ailleurs la croissance mondiale plus robuste et moins tributaire de la situation dans certains pays individuels. Toutefois, à l'instar des dernières projections des institutions internationales, les hypothèses communes

retenues pour les présentes estimations de l'Eurosystème supposent que cette situation résulte en partie d'une série de facteurs uniques et tiennent donc compte d'un repli progressif de l'intensité commerciale de la croissance au cours de la période de projection, de sorte que le renforcement du commerce se rapprochera à nouveau de celui du PIB mondial. L'idée sous-jacente est que, selon les estimations, certains facteurs ayant accentué cette intensité des échanges commerciaux dans le passé, comme la libéralisation continue du commerce, exerceront à l'avenir une influence moindre. Ces derniers mois, le calme s'est par ailleurs maintenu sur les marchés financiers. Le durcissement de la politique monétaire amorcé aux États-Unis et l'annonce de la réduction de l'assouplissement quantitatif dans la zone euro à partir de janvier 2018, de même que les risques géopolitiques qui subsistent, ont en effet, jusqu'à présent, généré une volatilité étonnamment faible. Les cours boursiers ont de fait poursuivi leur forte progression, ce que reflète les perspectives bénéficiaires favorables, mais aussi, vraisemblablement, la quête de rendement des investisseurs qui entraîne par ailleurs un accroissement marqué des prix d'autres actifs, tel que l'immobilier. Dans la zone euro, les taux d'intérêt demeurent proches de leur plancher historique, notamment en raison de l'inflation qui n'a que peu augmenté jusqu'à présent. Les cours du pétrole se sont toutefois assez nettement redressés depuis le milieu de cette année. Les restrictions de production actuelles se prolongeant et l'incidence des phénomènes météorologiques extrêmes, qui ont principalement touché la production américaine, n'ayant été que temporaire, cette hausse reflète essentiellement la reprise de la demande de pétrole dans le monde, qui est liée à la conjoncture mondiale favorable. L'évolution la plus importante est toutefois survenue sur les marchés des changes, où l'euro s'est sensiblement apprécié depuis l'été, ce qui est en partie imputable à l'ajustement relatif

de la croissance (ou des perspectives en la matière) pour la zone euro.

Selon les dernières statistiques, l'activité s'est en effet encore largement accélérée dans la zone euro depuis l'automne de 2016 et a crû, en moyenne, de 0,6 % au cours des quatre derniers trimestres. La croissance du PIB réel s'établirait dès lors à 2,4 % cette année, ce qui représente la plus forte hausse depuis dix ans. La croissance est de fait remontée tant en Allemagne qu'en France et est demeurée très soutenue en Espagne et aux Pays-Bas, tandis que l'économie italienne semble s'être quelque peu redressée ces derniers temps, même si l'expansion y reste clairement inférieure à la moyenne de la zone euro. Les indicateurs de court terme les plus pertinents, notamment ceux relatifs à la confiance des chefs d'entreprise, continuent par ailleurs de faire état d'une conjoncture des plus favorables pour la zone euro dans un avenir proche. La croissance devrait en effet demeurer pratiquement inchangée au dernier trimestre de cette année. D'après les nouvelles estimations de l'Eurosystème, qui courent cette fois jusqu'en 2020 – dans lesquelles s'intègrent les projections d'automne qui font l'objet du présent article et qui ont été clôturées le 30 novembre –, l'activité dans la zone euro se ralentirait toutefois progressivement par la suite, grevée par l'essoufflement de la croissance et du commerce mondial tel qu'évoqué précédemment, qui provoquerait un fléchissement graduel de la demande extérieure, mais aussi par les restrictions de l'offre sur le marché du travail, qui viendraient peser plus lourdement sur la croissance dans certains pays importants. La croissance annuelle dans la zone euro ralentirait de fait graduellement pour s'établir à 1,7 % à l'horizon de 2020. En ce qui concerne l'inflation dans la zone euro, celle-ci est soutenue cette année par l'appréciation des prix de l'énergie. Abstraction faite de cette composante et d'autres éléments volatils, l'inflation sous-jacente augmenterait tout au long de la période de projection, reflétant la pression grandissante des coûts d'origine intérieure, mais resterait inférieure à 2 % à la fin de 2020.

S'agissant de la Belgique, les estimations macroéconomiques n'ont fait l'objet que d'ajustements mineurs comparativement aux projections de printemps. L'estimation de la croissance pour cette année n'a en effet été que légèrement revue à la hausse, à 1,7 %, à la suite, essentiellement, de la révision des statistiques trimestrielles pour le premier semestre de l'année. La croissance diminuerait toutefois ensuite progressivement jusqu'en 2020, principalement en raison du ralentissement observé dans le cycle d'investissements des entreprises et du traditionnel recul post-électoral des investissements des pouvoirs locaux. L'écart de croissance négatif apparu en 2015 entre

la Belgique et la zone euro s'amenuiserait par ailleurs, mais ne se résorberait pas entièrement au cours de la période de projection.

En 2017, l'emploi a nettement dépassé les projections de printemps, en raison notamment de la révision des statistiques trimestrielles initiales, et il s'est même renforcé en comparaison de 2016. Cela signifie que la hausse de l'emploi est pratiquement aussi soutenue que celle de l'activité depuis maintenant deux ans. Cette évolution est néanmoins très inhabituelle dans un contexte d'embellie conjoncturelle, et il ne fait guère de doute que la création d'emplois a été stimulée par les mesures récemment adoptées, en particulier celles liées à la modération salariale, qui rendent la main-d'œuvre relativement moins coûteuse, et par une série de réformes structurelles sur le marché du travail, qui élargissent l'offre de travail effective. La croissance vigoureuse de l'emploi s'accompagne d'ailleurs d'une progression du taux de participation, en particulier des travailleurs âgés, que les diverses réformes mises en place incitent à rester actifs plus longtemps. Les présentes prévisions continuent toutefois de supposer que l'incitant supplémentaire apporté par ces mesures est appelé à refluer et que l'emploi ralentira, sous l'effet non seulement de la nouvelle hausse des coûts salariaux, mais aussi de l'incidence grandissante des restrictions de l'offre sur le marché du travail – comme il ressort d'ores et déjà du nombre croissant de postes vacants –, qui rendront de plus en plus compliquée la recherche d'une main-d'œuvre adéquate pour les entreprises. Le taux de chômage continuerait toutefois encore à baisser pour s'établir juste en deçà des 7 %, soit un niveau proche de celui qui prévalait juste avant la grande récession.

L'inflation, qui s'élève cette année à 2,2 %, s'affaiblirait considérablement en 2018, pour retomber à environ 1,5 %. Elle serait ainsi tempérée par divers éléments, tels que le nivellement attendu des cours du pétrole et l'incidence de l'appréciation récente de l'euro qui rend les importations moins onéreuses, ainsi que la suppression, à partir du 1^{er} janvier 2018, de la taxe énergétique sur la consommation d'électricité des ménages en Région flamande. Bien que l'inflation sous-jacente s'accroisse progressivement durant la période de projection, la vive augmentation des coûts salariaux ne se répercuterait cependant pas intégralement dans les prix, mais tendrait plutôt à une modération des marges bénéficiaires, comme cela a déjà été observé dans le passé.

Enfin, s'agissant des finances publiques, la réduction du déficit budgétaire en 2017 est beaucoup plus importante que prévu précédemment, puisque celui-ci reviendrait à 1,2 % du PIB. Cela s'explique principalement par la forte augmentation des versements anticipés des

entreprises et, dans une moindre mesure, par l'effet favorable du renforcement de la croissance de l'emploi sur les recettes et dépenses publiques. Le déficit budgétaire se détériorerait néanmoins à nouveau légèrement durant la période de projection : la dégradation de l'excédent primaire ne serait en effet que partiellement compensée par une nouvelle diminution des charges d'intérêts, estimée à 0,5 % du PIB au cours des trois prochaines années. À la fin de la période couverte par les projections, le déficit serait encore de 1,5 %, soit un niveau bien éloigné de l'objectif d'un budget en équilibre en termes structurels. Le taux d'endettement se contracterait certes progressivement, mais la dette resterait supérieure au PIB à la fin de la période de projection. À cet égard, il convient de rappeler que, conformément aux règles de l'Eurosystème applicables à ces exercices de projection, il n'est tenu compte que des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de clôturer les estimations. Par ailleurs, les évaluations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles celles relatives à la lutte contre la fraude, diffèrent des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

Après avoir repris des couleurs au second semestre de 2016, la croissance économique mondiale s'est encore raffermie en 2017. Elle a par ailleurs élargi son assise géographique, et ce au sein des économies tant avancées qu'émergentes. Dans les premières, la vigueur de l'activité a été soutenue par des politiques monétaires toujours accommodantes et par un regain de confiance des ménages et des chefs d'entreprise. Elle a reposé avant tout sur le dynamisme de la demande intérieure et, plus particulièrement, sur un vif rebond des investissements. Dans les secondes, le renforcement de la croissance a été un peu plus modeste, mais les divergences entre les pays se sont plus sensiblement estompées. L'amélioration des perspectives macroéconomiques globales s'est accompagnée d'une reprise du commerce mondial et d'une forte hausse de la valorisation des actifs sur les marchés mondiaux. Les prix des matières premières ont en revanche affiché des évolutions plus contrastées.

S'agissant des pays émergents, la solide croissance de l'économie chinoise s'est encore légèrement accentuée.

L'activité économique a bénéficié d'une forte progression des exportations, qui a plus que compensé le discret ralentissement de la demande intérieure. La consommation privée est restée assez stable, tandis que les investissements se sont quelque peu affaiblis, d'importantes capacités de production restant inutilisées. La politique budgétaire est demeurée relativement expansionniste, témoignant, notamment, d'un niveau élevé des investissements publics. La Banque populaire de Chine a poursuivi l'orientation « neutre » de sa politique monétaire. Dans le contexte d'un haut niveau d'endettement et de risques accrus pour la stabilité financière, les autorités chinoises ont cependant pris de nouvelles mesures pour freiner l'avivement continu du crédit.

L'activité dans les pays exportateurs de matières premières – et plus particulièrement d'énergies fossiles – est dans l'ensemble demeurée pénalisée par la faiblesse persistante des prix des matières premières, bien que le niveau de ceux-ci ait dépassé la moyenne de 2016. Le Brésil et la Russie ont cependant renoué avec une croissance positive, après deux années de sévère récession. Au Brésil, le redressement a initialement été porté par l'agriculture, avant de se raffermir et de s'étendre aux autres secteurs de l'économie, tandis que la baisse de l'inflation a soutenu la consommation des ménages. En Russie, l'économie a graduellement regagné de la vigueur à compter de la fin de 2016, à la suite de la remontée des cours pétroliers, de la stabilisation du rouble et du recul constant de l'inflation. La consommation et les investissements privés ont tous deux contribué à la reprise, dans un contexte marqué par un net regain de confiance et par l'amélioration des conditions de financement. En Inde, les effets des mesures prises pour enrayer l'économie parallèle, comme la démonétisation, d'une part, et de l'harmonisation de la taxe sur les biens et les services, d'autre part, ont par contre pesé sur la croissance, laquelle devrait retomber un peu en deçà de 7 % cette année.

Pour ce qui est des économies avancées, l'activité a rebondi aux États-Unis en 2017, dopant l'embellie en cours sur le marché du travail. Portée par un raffermissement marqué des investissements, la croissance a graduellement augmenté, pour atteindre 3,3 % en rythme annuel au troisième trimestre. Sous l'effet des créations d'emplois, le taux de chômage a retrouvé son niveau du début des années 2000, pointant à 4,1 % en novembre. La consommation privée est restée robuste, soutenue en particulier par les effets de richesse liés à la bonne tenue des marchés d'actifs et par la hausse, quoique toujours modérée, des salaires. En dépit de ces développements favorables, l'inflation s'est maintenue à un niveau inférieur à sa cible et les anticipations d'inflation sont demeurées relativement faibles.

Au Japon, l'expansion économique s'est accélérée, sur fond de conditions de financement très accommodantes et d'importantes mesures gouvernementales de soutien à l'économie. L'envol des exportations à la suite de celui du commerce international a porté les investissements, tandis que la consommation a bénéficié d'une nouvelle évolution favorable de l'emploi. Abstraction faite des prix de l'énergie et des produits alimentaires, l'inflation s'est néanmoins maintenue à un niveau proche de zéro, ce qui semble principalement traduire la grande prudence dont font preuve les entreprises nippones lorsqu'elles fixent les salaires et les prix. En dépit d'un taux de chômage inférieur à 3 %, d'une pénurie grandissante de main-d'œuvre et d'un net gonflement des profits des entreprises, les salaires n'ont pratiquement pas augmenté en termes réels.

Au Royaume-Uni, après une résilience initiale au lendemain du vote en faveur d'une sortie du pays de l'Union européenne, le 23 juin 2016, l'économie a amorcé une décélération à la fin de 2016. Les investissements des entreprises sont demeurés modérés face aux incertitudes entourant la décision de quitter l'UE, et la consommation privée a notamment souffert d'une baisse du pouvoir d'achat. Cette dernière tient notamment à la forte hausse de l'inflation après la vive dépréciation de la livre sterling dans le courant de 2016. La chute de la livre a en revanche porté les exportations qui, à l'inverse des importations, ont enregistré une belle accélération. De ce fait, l'essoufflement de la croissance est resté limité et la vigueur des créations d'emplois a permis au taux de chômage de retomber sous la barre des 4,5 %.

Dans la zone euro, la croissance économique s'est raffermie en 2017. Soutenue en particulier par la demande intérieure, elle s'est généralisée à travers les pays et les secteurs. Bien que bridée par la faible progression des salaires, la consommation privée a bénéficié d'une nouvelle embellie sur les marchés du travail, le taux de chômage revenant à 8,8 % en octobre, soit son plus bas niveau depuis neuf ans. Les investissements ont pu s'appuyer tant sur des conditions de financement toujours favorables que sur un regain de confiance des entrepreneurs, une profitabilité accrue et un accroissement de la demande globale. Le commerce international ayant rebondi, les exportations ont sensiblement augmenté. La nette amélioration des perspectives macroéconomiques dans la zone euro a été corroborée par les progrès réalisés en matière d'assainissement des bilans des banques, même si, par endroits, les encours des crédits non performants demeurent élevés.

Bien que de substantielles divergences subsistent, l'ensemble des pays de la zone euro ont contribué à l'expansion économique de celle-ci en 2017. Si la croissance

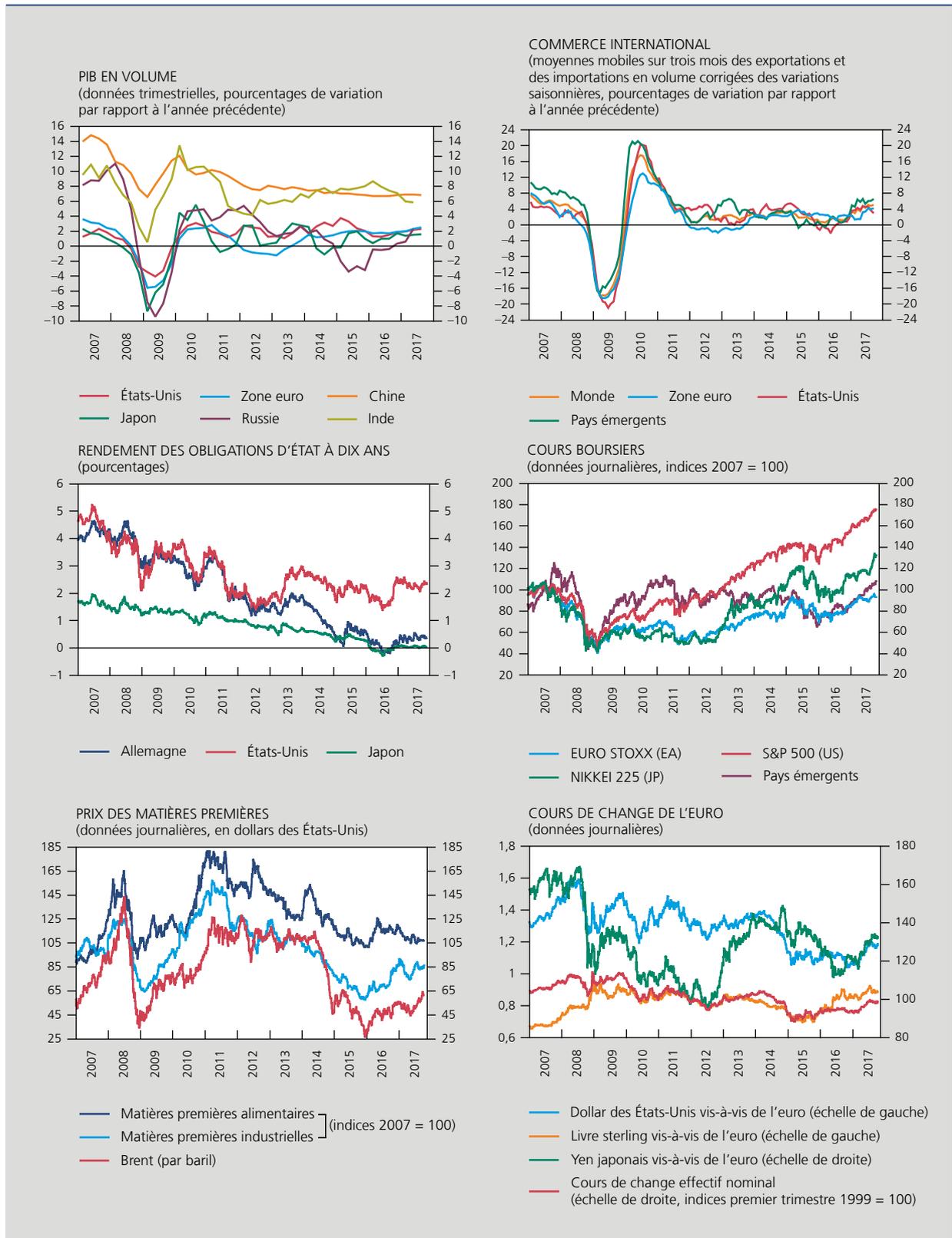
économique s'est consolidée en Allemagne et aux Pays-Bas, elle s'est renforcée en France et en Italie. En Espagne, l'activité est restée robuste, ce qui a permis au PIB de dépasser son niveau d'avant la crise.

Après avoir atteint 1,9 % en avril, principalement du fait du renchérissement de l'énergie, l'inflation totale dans la zone euro s'est à nouveau inscrite en recul. À 1,5 % en novembre, elle était toujours assez éloignée de l'objectif de la BCE d'être proche de 2 %. L'inflation sous-jacente, à l'exclusion des prix alimentaires et des matières premières, a temporairement relevé la tête en cours d'année, pour s'établir à 1,2 % en avril et durant l'été. Témoinnant d'une dynamique de formation des prix et des salaires toujours faible, elle a toutefois reflué au fil des derniers mois, retombant à 0,9 % à peine en novembre.

Après qu'ils s'étaient nettement ralentis en 2016, les flux commerciaux mondiaux se sont redressés à partir du dernier trimestre de 2016. La croissance des échanges au niveau global a aussi de nouveau sensiblement dépassé celle de l'activité. La dynamique du commerce est plus vive tant dans les économies avancées que dans les économies émergentes et en développement. Elle témoigne de l'augmentation de la demande mondiale et, plus spécifiquement, des investissements dont le contenu en importations tend à être relativement important. À part la dynamique observée dans la zone euro, dont les échanges commerciaux sont très intenses, l'essor de la croissance en Chine et aux États-Unis a joué un rôle prépondérant. Les importations chinoises ont dynamisé le commerce intra-asiatique, tandis que, outre-Atlantique, la hausse des cours pétroliers a soutenu la reprise des investissements dans le secteur énergétique.

Dopés par des nouvelles encourageantes sur le plan macroéconomique et par des politiques monétaires toujours accommodantes, les marchés financiers ont globalement affiché des évolutions favorables. Le regain d'appétence pour le risque s'est accompagné d'une modération de la volatilité sur l'ensemble des principaux segments de marché, et plus spécifiquement sur les marchés obligataires. En dépit de certaines mesures et de signaux indiquant ou annonçant un début de resserrement monétaire dans la plupart des économies avancées, les rendements des obligations souveraines à long terme sont demeurés bas et stables, dans un environnement de faible inflation. Les marchés d'actions ont enregistré de solides performances, tandis que les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise se sont à nouveau réduits. Dans la zone euro, les écarts de rendement sur les obligations souveraines ont poursuivi leur repli graduel, sur fond de reprise économique généralisée. Le sentiment à l'égard des

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



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters.

économies émergentes a également continué de s'améliorer, tandis que l'attrait pour les rendements élevés a stimulé les flux de capitaux entrants.

Sur le marché des changes, les incertitudes entachant l'évolution de la politique macroéconomique américaine – tant monétaire que budgétaire – ont pesé sur le dollar des États-Unis, lequel s'est déprécié vis-à-vis de la plupart des devises des économies avancées et émergentes. Compte tenu des bonnes performances macroéconomiques de la zone et face à la perspective d'un resserrement très graduel de la politique monétaire de l'Eurosystème, l'euro s'est en revanche apprécié en termes effectifs.

Après s'être rapprochés de la barre des 60 dollars des États-Unis le baril à la fin de 2016, les cours du pétrole ont chuté de près de 15 % durant la première moitié

de l'année, et ce en dépit de la décision de l'OPEP et de certains autres exportateurs de prolonger jusqu'en mars 2018 les coupes de production décidées à la fin de 2016. Durant la deuxième moitié de l'année, les cours du brut se sont toutefois très nettement relevés, pour approcher les 65 dollars le baril en automne. Combinée à la montée de l'incertitude politique en Arabie saoudite, principal pays exportateur de pétrole au monde, la forte demande de l'Europe et des États-Unis a grandement contribué à cet envol. Les cours des matières premières hors énergie ont également baissé au premier semestre, avant de se reprendre quelque peu pendant la seconde partie de l'année. C'est notamment le cas du prix des métaux, qui a largement bénéficié de l'embellie du climat économique et, plus particulièrement, du plus grand dynamisme de l'économie chinoise. Les prix agricoles se sont pour leur part globalement stabilisés.

TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2016	2017 e	2018 e	2019 e
PIB en volume				
Monde	3,2	3,5	3,7	3,7
dont :				
Pays avancés	1,8	2,4	2,2	2,1
États-Unis	1,5	2,2	2,3	2,1
Japon	1,0	1,6	1,2	1,0
Union européenne	1,9	2,3	2,1	1,9
Pays émergents	4,3	4,5	4,8	4,9
Chine	6,7	6,8	6,5	6,2
Inde	7,9	6,6	7,5	7,6
Russie	-0,2	1,7	1,6	1,5
Brésil	-3,6	0,7	1,8	2,0
<i>p.m. Importations mondiales</i>	2,4	4,3	4,3	4,2
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	1,3	2,0	2,1	2,2
Japon	-0,1	0,4	0,8	1,2
Union européenne	0,3	1,7	1,7	1,8
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	4,9	4,5	4,3	4,1
Japon	3,1	2,9	2,8	2,7
Union européenne	8,6	7,8	7,3	7,0

Source : CE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

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

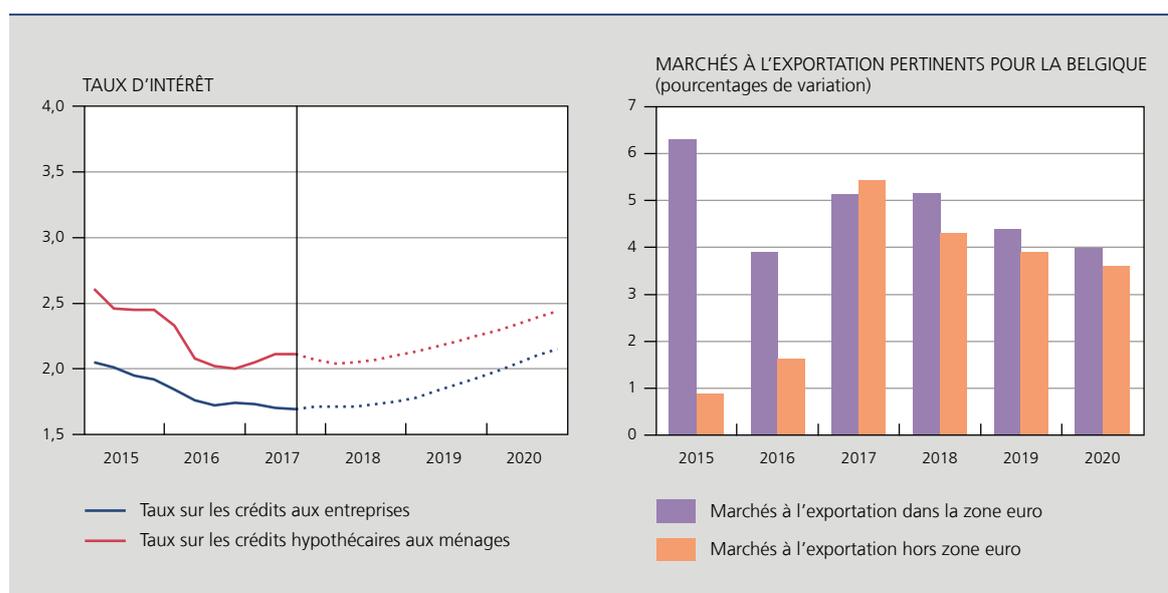
S'agissant des cours de change à venir, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, soit le 23 novembre 2017. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,17 dollar des États-Unis pour 1 euro. Ce niveau implique une nette appréciation de l'euro par rapport au niveau moyen affiché en 2016.

En ce qui concerne les futurs cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. À la mi-novembre 2017, les marchés anticipaient que le cours du baril de Brent repartirait assez fortement à la hausse vers la fin de l'année, avant d'amorcer un léger repli à partir du début de 2018.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-novembre 2017. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois est ainsi resté stable depuis plus d'un an et demi – aux environs de –30 points de base. Il augmenterait cependant très progressivement ensuite, pour repasser au-dessus du seuil de zéro à la fin de la période de projection. Le niveau du taux d'intérêt à long terme sur les obligations publiques belges afficherait quant à lui une hausse plus soutenue, passant de 0,8 % au troisième trimestre de 2017 à 1,3 % en moyenne en 2020.

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

(pourcentages)



Source : Eurosystème.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers peut cependant diverger quelque peu de celle des taux de marché. Ainsi, en raison notamment de la politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle, le taux hypothécaire moyen est historiquement bas, mais il remonterait graduellement, passant de 2,1 % en moyenne en 2017 à 2,4 % à la fin de la période de projection. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, progresserait lui aussi légèrement sur la période de projection : en 2020, il s'établirait en moyenne à 2,1 %, soit un niveau supérieur d'environ 0,4 point de pourcentage à celui observé en 2017.

Comme évoqué au chapitre 1, l'économie mondiale s'est clairement raffermie. À cet égard, les flux commerciaux ont évolué bien plus vigoureusement que le PIB mondial. La solide fin de l'année 2016 et le bon début de 2017 sont toutefois en partie considérés comme exceptionnels et, selon les hypothèses communes de l'Eurosystème, l'accélération des importations mondiales reviendrait dès lors peu à peu à un rythme plus proche de celui de l'activité mondiale. Néanmoins, le début d'année favorable génère d'ores et déjà une croissance annuelle considérable des marchés à l'exportation de la Belgique en 2017, laquelle atteint plus de 5 %, soit le taux de croissance le plus élevé en six ans. Durant la suite de la période de projection, la croissance des marchés à l'exportation se tasserait par contre légèrement, eu égard notamment au ralentissement enregistré dans la zone euro, pour s'établir à un niveau moyen toujours important de 3,8 % en 2020.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces marchés de débouchés étrangers, mais aussi par l'évolution des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation occupent une place de choix. En 2018, le renchérissement de l'euro se traduira par une augmentation des prix relativement limitée chez les concurrents à l'exportation établis en dehors de la zone euro. Dans les années suivantes, avec un cours de change estimé constant, le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, entrainera à nouveau une pression accrue sur les prix des concurrents des exportateurs belges.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2017	2018	2019	2020
	(moyennes annuelles)			
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,13	1,17	1,17	1,17
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	54,3	61,6	58,9	57,3
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,7	0,8	1,0	1,3
Taux sur les crédits aux entreprises	1,7	1,7	1,9	2,1
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,1	2,1	2,2	2,4
	(pourcentages de variation)			
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	5,3	4,8	4,2	3,8
Prix des concurrents à l'exportation	2,2	0,3	2,0	2,1

Source : Eurosystème.

1.2 Estimations pour la zone euro

Les estimations de croissance actuelles établies par l'Eurosystème pour la zone euro indiquent clairement une révision à la hausse par rapport aux précédentes projections de la BCE (septembre 2017). Dans le courant de cette année, l'activité s'est en effet accélérée de façon nettement plus marquée que prévu et, compte tenu de l'accroissement marqué des volumes commerciaux, la demande d'importations en provenance des pays situés en dehors de la zone euro a également été revue à la hausse, a fortiori pour la première moitié de la période de projection.

L'économie dans la zone euro progresserait dès lors de 2,4 % cette année et afficherait un rythme de croissance relativement similaire l'année prochaine. L'activité ralentirait ensuite pour atteindre un taux de croissance qui dépasserait toutefois encore largement la croissance potentielle de l'économie. Cette décélération est imputable à l'affaiblissement progressif supposé de l'intensité en commerce de la croissance mondiale, en raison d'une demande d'importations en provenance des pays situés en dehors de la zone euro qui augmenterait moins rapidement, ainsi qu'au fait que des restrictions au niveau de l'offre sur le marché du travail pèseront de plus en plus sur la croissance dans certains pays, dont l'Allemagne. Après avoir poursuivi son recul en 2017, le taux d'épargne des

particuliers enregistrerait une reprise progressive à partir de l'année prochaine, ce qui freinerait la croissance de la consommation. Ce mouvement ne serait pas uniquement attribuable à l'inertie habituellement observée dans l'adaptation des habitudes de consommation à la suite d'une hausse des revenus, mais également à la nécessité de réduire progressivement l'endettement des ménages, sur fond d'accroissement des taux du marché.

En dépit d'une certaine volatilité à court terme, l'inflation devrait rester, selon les prévisions, relativement stable durant la majeure partie de la période de projection. Si le plafonnement supposé du cours du pétrole au début de 2018 fait nettement retomber l'inflation énergétique, ce mouvement serait en effet progressivement plus que compensé par l'augmentation de la pression des coûts d'origine intérieure. Ainsi, les coûts salariaux augmenteraient sensiblement, en raison notamment de la disparition de certaines mesures qui ont modéré la croissance de ceux-ci dans différents pays, mais, plus généralement, eu égard à des tensions croissantes sur le marché du travail. Abstraction faite de ses composantes volatiles, l'inflation sous-jacente s'établirait à 1,8 % à la fin de 2020.

La reprise sur le marché du travail s'est de nouveau accélérée cette année. Cette situation reflète principalement la poursuite de la croissance de l'activité : l'intensité en emplois de celle-ci s'étant légèrement amoindrie. Toutefois,

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
PIB en volume	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7
Dépenses de consommation finale des ménages et des ISBL	2,0	1,9	1,7	1,6	1,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Formation brute de capital fixe	4,4	4,4	4,3	3,4	2,9
Exportations de biens et de services	3,3	5,0	5,1	4,1	3,7
Importations de biens et de services	4,7	5,1	5,2	4,4	3,9
Inflation (IPCH) ⁽¹⁾	0,2	1,5	1,4	1,5	1,7
Inflation sous-jacente ^{(1) (2)}	0,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Emploi intérieur ⁽¹⁾	1,4	1,7	1,3	1,0	0,8
Taux de chômage ⁽³⁾	10,0	9,1	8,4	7,8	7,3
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽⁴⁾	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5

Source: BCE.

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

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

(3) Pourcentages de la population active.

(4) Pourcentages du PIB.

à mesure que la pénurie de main-d'œuvre qualifiée s'intensifiera et que l'activité ralentira quelque peu, la création d'emplois dans la zone euro diminuerait progressivement. La croissance de l'emploi resterait néanmoins assez vigoureuse pour faire retomber le taux de chômage à 7,3 % à la fin de la période de projection, soit le taux le plus bas enregistré en plus de 35 ans.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro, qui serait à peine supérieur à 1 % du PIB cette année, continuerait à se contracter jusqu'à 0,5 % du PIB en 2020, selon les projections. Cette amélioration est principalement attribuable à l'embellie conjoncturelle prévue ainsi qu'à la poursuite de la réduction des charges d'intérêts liée à la faiblesse inhabituelle des taux. En revanche, le solde primaire structurel, qui constitue un indicateur de la politique budgétaire sous-jacente, resterait en moyenne quasiment inchangé durant l'ensemble de la période de projection. La baisse du ratio de la dette publique se poursuivrait, soutenue par la faiblesse des taux d'intérêt : en 2020, le taux d'endettement aura reculé de plus de 11 points de pourcentage par rapport à son sommet atteint en 2014.

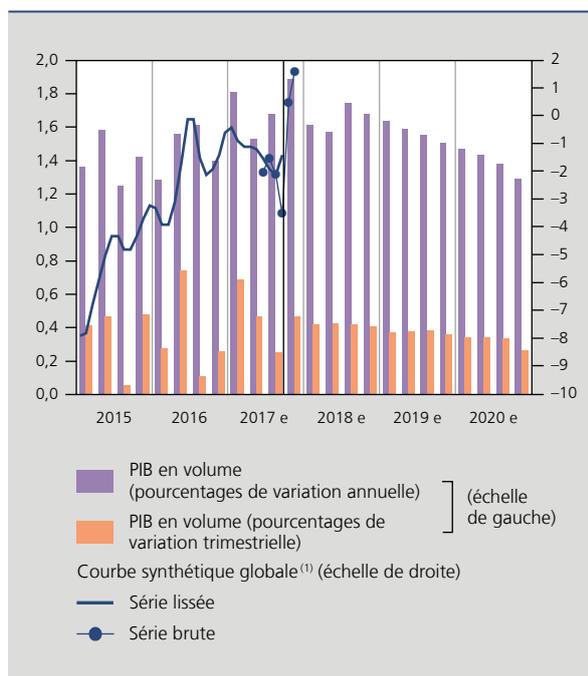
2. Activité et demande

Selon les statistiques trimestrielles actuelles, l'activité économique a vigoureusement progressé au premier semestre de l'année, la croissance annuelle ayant grimpé à 1,7 % en moyenne. Au niveau de l'optique des dépenses, cette croissance est largement imputable à la contribution de la consommation privée, mais aussi, et surtout, à l'expansion sous-jacente des investissements, du moins si une correction est effectuée pour tenir compte de l'incidence d'achats spécifiques importants de biens d'investissement à l'étranger par de grandes multinationales à la fin de 2016. S'agissant de l'optique production, c'est surtout l'accélération de l'activité dans les services marchands qui a contribué à la croissance, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière s'est repliée.

Au troisième trimestre de cette année, la croissance de l'activité s'est cependant quelque peu ralentie, s'établissant encore à 0,3 % sur une base trimestrielle, et ce même si la croissance annuelle s'est maintenue à 1,7 %. Ce tassement progressif de la croissance trimestrielle suit l'évolution de la confiance des chefs d'entreprise, qui, même si elle s'est érodée depuis le début de l'année, reste encore supérieure à sa moyenne de long terme et s'est à nouveau raffermie à partir du mois d'octobre. La confiance des consommateurs, en revanche, a augmenté de manière quasiment ininterrompue, atteignant même en octobre son niveau le plus élevé depuis l'été de 2001. Ces indicateurs de court terme, tout comme d'autres,

GRAPHIQUE 2 PIB ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

laissent supposer que la croissance sera donc de nouveau un peu plus vigoureuse au dernier trimestre de cette année, cette hypothèse étant également soutenue par les modèles de prévision immédiate (nowcasting) utilisés par la Banque. Même si certains modèles prévoient une accélération plus marquée, les présentes projections tablent sur une croissance trimestrielle de 0,5 % au dernier trimestre de 2017.

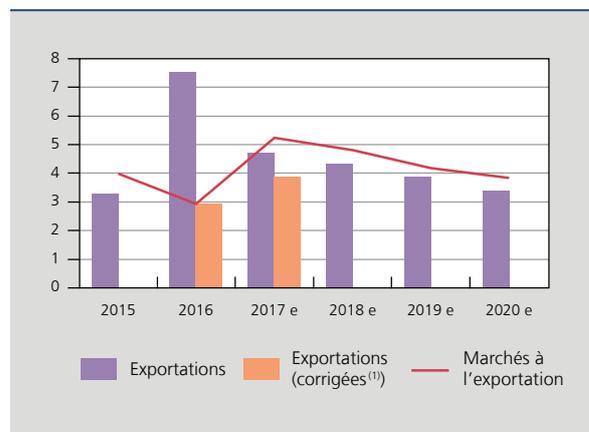
Au total, à la faveur d'un premier semestre vigoureux, la croissance économique annuelle se serait quelque peu accélérée en 2017, pour atteindre 1,7 %. Ce rythme de croissance de l'activité devrait se maintenir en 2018 mais ralentirait ensuite progressivement au cours des années suivantes pour atteindre 1,4 % en 2020. Cette situation résulte à la fois du ralentissement des marchés belges à l'exportation et d'une normalisation de la croissance des investissements des entreprises, qui apparaît encore plus marquée en raison du traditionnel recul post-électoral des investissements publics à partir de 2019. De surcroît, la croissance économique serait également freinée, certainement à la fin de la période de projection, par des restrictions de l'offre, notamment sur certains segments géographiques ou fonctionnels du marché du travail.

Sur l'ensemble de la période de projection, à l'instar des années précédentes, la croissance demeurerait clairement soutenue par la demande intérieure. La contribution à la croissance des exportations nettes resterait en effet négative pendant toute la période de projection, à hauteur de 0,1 point de pourcentage en moyenne.

En 2016, la croissance des importations et des exportations a été extrêmement robuste. Cette situation tient cependant, en partie, à la réorganisation des activités commerciales d'une entreprise multinationale active dans le secteur pharmaceutique au bénéfice de ses filiales établies en Belgique, si bien qu'à partir du deuxième trimestre de 2016, davantage de flux commerciaux depuis et vers la Belgique sont perceptibles dans les statistiques. Les importations et les exportations étant toutefois influencées à la hausse de manière relativement similaire, aucune incidence nette sur le PIB est observée. Il convient néanmoins de procéder à une correction pour tenir compte de cet effet statistique lorsqu'on examine l'évolution des parts de marché. Ainsi, la croissance corrigée des exportations en 2016 serait nettement plus proche de la croissance des importations des partenaires commerciaux, si bien qu'en réalité, une évolution plutôt neutre des parts de marché des entreprises exportatrices belges serait enregistrée. En 2017, la perte (corrigée) de parts de marché augmenterait cependant

GRAPHIQUE 3 EXPORTATIONS ET MARCHÉS À L'EXPORTATION

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

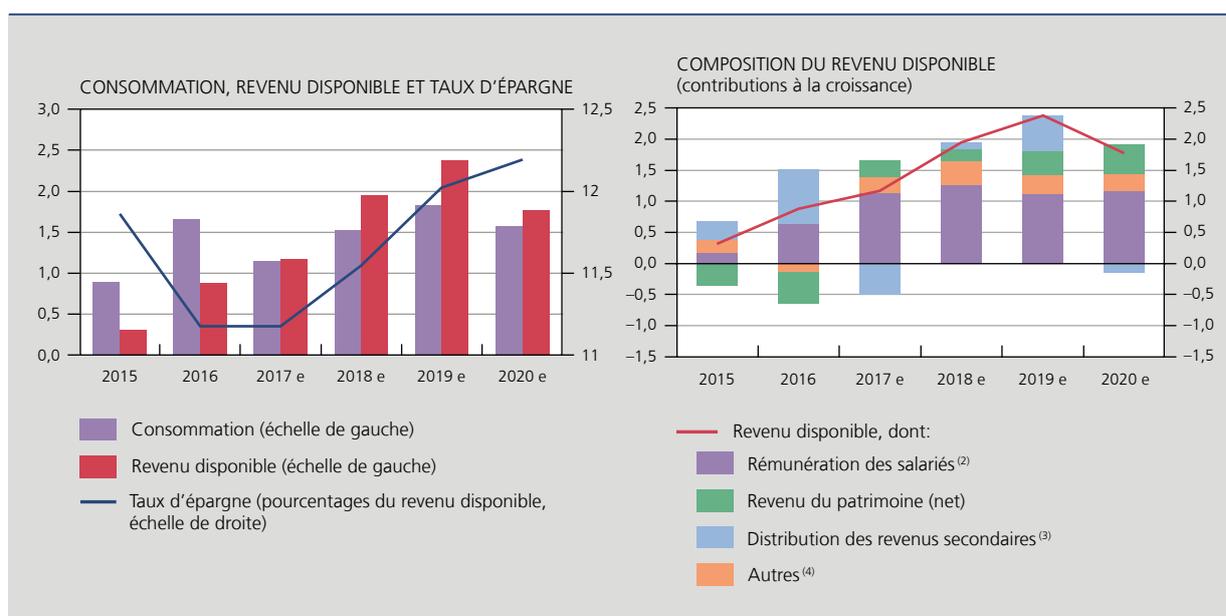


Sources : ICN, BNB.

(1) Croissance des exportations corrigée pour tenir compte des dépenses qui découlent uniquement d'une réorganisation, en 2016, des activités commerciales d'une grande entreprise pharmaceutique. Étant donné que l'incidence de la réorganisation n'est manifeste qu'à partir du deuxième trimestre de 2016, la croissance des exportations au premier trimestre de 2017 peut encore être considérée comme exceptionnelle.

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE DES PARTICULIERS

(données en volume⁽¹⁾, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

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

(2) À l'exclusion des cotisations sociales à charge des employeurs.

(3) En ce compris les cotisations sociales à charge des employeurs.

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

assez nettement, pour s'établir à un peu plus de 1 point de pourcentage et, selon les projections, des parts de marché supplémentaires seraient encore perdues jusqu'à l'horizon 2020, à hauteur de quelque 0,4 point de pourcentage par an. Cette situation s'explique principalement par la pression, à nouveau grandissante à partir de 2017, des coûts d'origine intérieure, de sorte que la compétitivité-coût n'afficherait plus de nouvelle amélioration par rapport à d'autres pays. Parallèlement à l'affaiblissement très progressif de la demande mondiale, la croissance trimestrielle des exportations fléchirait également quelque peu, jusqu'à 0,8% en moyenne, lors de la dernière année de la période de projection. Étant donné que la croissance des importations demeurerait légèrement plus soutenue, notamment en raison de la vigueur de la demande intérieure, la contribution à la croissance des exportations nettes serait dès lors légèrement négative sur une base trimestrielle durant l'ensemble de la période de projection.

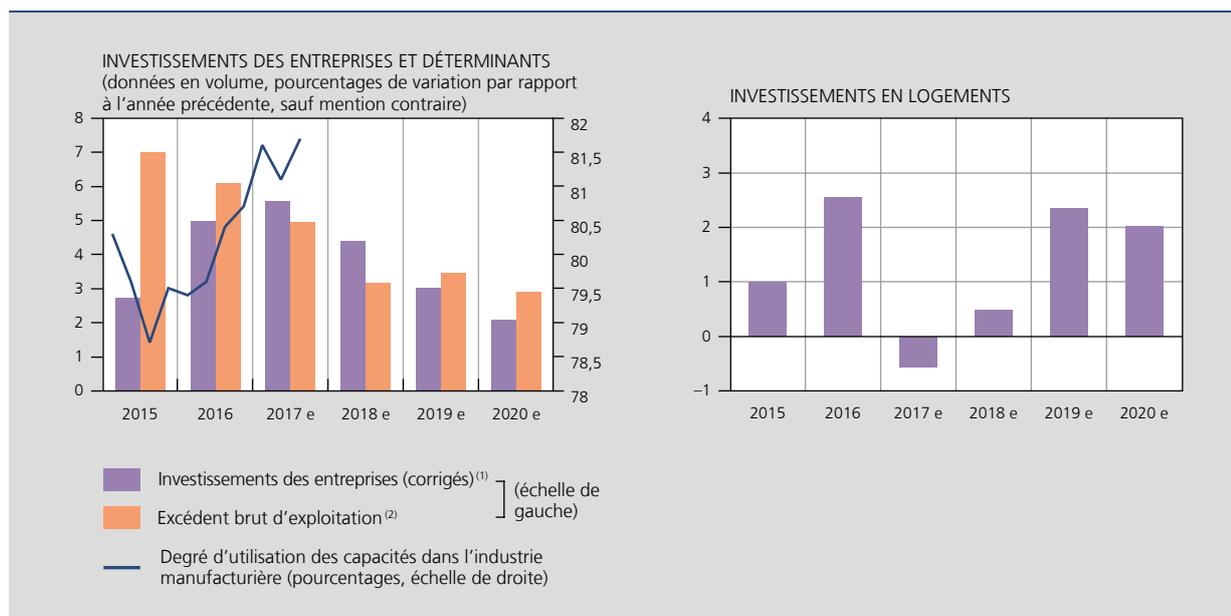
En 2017, la formation des stocks contribuerait, elle aussi, positivement à la croissance, ce qui découle essentiellement des statistiques déjà disponibles. En effet, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres couverts par la période de projection tablent, comme cela est habituellement le cas, sur une contribution neutre de la variation des stocks à la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept.

La vive hausse de la demande intérieure au cours de la période de projection s'explique principalement par l'évolution de la consommation privée. En effet, après la forte hausse enregistrée en 2016, le taux de croissance de cette composante de la demande s'est clairement replié cette année, sous l'effet notamment d'un recul des achats de biens durables. Les estimations actuelles font néanmoins état d'une augmentation progressive de la croissance de la consommation durant la période de projection, qui atteindra 0,4% ou plus sur une base trimestrielle, avec toutefois un léger ralentissement en 2020. La consommation des ménages suit de surcroît l'accélération de la croissance des revenus, et en particulier celle des revenus du travail.

Cette progression est imputable à la croissance de l'emploi, certes en perte de vitesse, mais qui devrait demeurer encore vigoureuse un certain temps, et surtout à l'augmentation des salaires réels. De plus, à partir de cette année, les revenus du patrimoine contribueraient à nouveau positivement à la croissance des revenus privés, en raison de la hausse attendue du niveau des taux d'intérêt et de l'accroissement des dividendes versés par les sociétés. Enfin, le pouvoir d'achat des ménages serait également soutenu par les baisses d'impôt supplémentaires prévues ces prochaines années dans le cadre du tax shift. Celles-ci doperaient en effet

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET INVESTISSEMENTS EN LOGEMENTS

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



Sources: ICN, BNB.

(1) Corrigés pour tenir compte d'achats importants de biens d'investissement spécifiques à l'étranger.

(2) En termes nominaux.

TABLEAU 3 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	1,7	1,2	1,5	1,8	1,6
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,5	0,8	0,7	0,6	0,7
Formation brute de capital fixe	3,6	1,0	3,8	2,5	2,2
des administrations publiques	-3,1	2,7	6,4	-1,2	3,0
en logements	2,6	-0,6	0,5	2,3	2,0
des entreprises	4,9	1,3	4,4	3,0	2,1
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i> ⁽¹⁾	1,8	1,0	1,8	1,7	1,5
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Exportations de biens et de services	7,5	4,7	4,3	3,9	3,4
Importations de biens et de services	8,4	4,4	4,5	4,0	3,5
Produit intérieur brut	1,5	1,7	1,7	1,6	1,4

Sources: ICN, BNB.

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

la croissance des revenus, essentiellement en 2019. De fait, en 2018, l'incidence favorable du tax shift serait encore partiellement compensée par l'augmentation, dans le budget fédéral de 2018, de certains prélèvements sur les opérations et sur les revenus financiers. En 2020, la hausse des revenus se tasserait à nouveau quelque peu, notamment en raison de l'absence de mesures supplémentaires relatives au tax shift et, dès lors, de la disparition de la contribution positive de la répartition des revenus secondaires.

Cette année, la croissance annuelle de la consommation serait à nouveau relativement similaire à la progression des revenus, si bien que le taux d'épargne resterait relativement stable. À partir de 2018, ce dernier devrait néanmoins repartir à la hausse. En effet, d'une part, comme à l'accoutumée, les ménages n'adapteraient leur consommation que progressivement à l'augmentation des revenus nets du travail et, plus généralement, aux fluctuations de revenus, ce qui lisserait quelque peu leur profil de consommation et la volatilité de ce dernier. D'autre part, le mouvement ascendant du taux d'épargne s'expliquerait également par le rétablissement de la part des revenus du patrimoine dans le revenu disponible. En effet, en règle générale, ces revenus tendent à être relativement plus épargnés.

Outre la consommation privée, les investissements privés continuent, eux aussi, fût-ce dans une moindre mesure, à soutenir la croissance. Abstraction faite du biais induit par certains achats spécifiques de biens d'investissement

à l'étranger, qui avaient dopé les investissements en 2016, l'expansion des investissements des entreprises sera particulièrement vive en 2017, atteignant 5,6 % en volume. Les déterminants sous-jacents de l'investissement demeurent en effet favorables grâce à l'assouplissement des conditions de financement, à l'ampleur des réserves de liquidité, à la progression de l'excédent d'exploitation, à la faiblesse des taux d'intérêt et à l'utilisation croissante des capacités de production qui induit toujours davantage d'investissements d'extension. Ces prochaines années, la croissance des investissements des entreprises devrait néanmoins graduellement retrouver un rythme de progression plus habituel, c'est-à-dire plus proche de celui qui est normalement observé durant cette phase du cycle conjoncturel.

Les investissements des ménages – que ce soit sous la forme de constructions neuves ou de projets de rénovation – sont eux aussi toujours stimulés par l'environnement de taux bas. À cet égard, l'immobilier fait d'ailleurs de plus en plus office d'investissement alternatif pour les particuliers en quête de rendement. Les statistiques trimestrielles font néanmoins état, depuis le milieu de 2016, d'une diminution notable de ces investissements. Ce mouvement peut notamment s'expliquer par la moindre influence provenant des glissements de portefeuille d'investissement, étant donné le niveau assez stable des taux d'intérêt sur les marchés financiers observé depuis quelque temps. Les présentes projections tablent toutefois sur une reprise modérée des investissements en logements: durant la période de projection, ils

progresseraient ainsi de 0,5% en moyenne sur une base trimestrielle. Toutefois, les investissements en logements ne se seraient pas encore pleinement rétablis à la suite de la crise, leur niveau à la fin de la période de projection se situant encore bien en deçà du pic atteint en 2008.

Enfin, s'agissant des dépenses publiques, la croissance de la consommation publique devrait rester relativement modérée durant l'ensemble de la période de projection. En revanche, les investissements publics suivraient, comme à l'accoutumée, le profil du cycle électoral: après l'accélération qui devrait être enregistrée en 2018, la croissance de ceux-ci se replierait à nouveau nettement à partir de 2019.

3. Marché du travail

L'année 2017 aura encore été marquée par une importante création d'emplois. Le nombre de personnes occupées, qui avait déjà progressé de 58 000 unités en 2016, grimpera encore de quelque 69 000 unités cette année. Cette évolution est d'autant plus notable que la croissance du PIB demeure relativement modérée, à 1,7%. À titre de comparaison, une croissance quasi similaire de l'emploi avait été enregistrée, par exemple, en 2007 (+71 000 unités), mais le taux de croissance du PIB était alors deux fois plus élevé, à 3,4%. Ces deux dernières années auront été caractérisées par une forte intensité en emplois de la

croissance. Sans qu'il soit possible en l'état d'en évaluer l'influence précise, la politique de modération salariale, qui rend le travail relativement moins onéreux, et les différentes réformes structurelles augmentant l'offre effective d'emplois ont manifestement alimenté ce phénomène.

Pour les trois prochaines années, les projections tablent sur un retour progressif vers une situation dans laquelle le rapport entre la création d'emplois et la croissance de l'activité est en ligne avec sa valeur de long terme. Ainsi, ce seraient quelque 121 000 emplois qui seraient créés au cours de la période 2018-2020. D'une part, l'effet des réformes s'estomperait progressivement et, d'autre part, les coûts salariaux repartiraient à la hausse, ce qui pèserait sur la création d'emplois. À cela s'ajoute un essoufflement de la croissance attendue du PIB sur toute la période de projection, puisque celle-ci ne dépasserait pas 1,4% en 2020. À mesure que le chômage poursuivra son recul, l'influence modératrice, sur la croissance de l'emploi, de déficits au niveau de l'offre sur certains segments géographiques et fonctionnels du marché du travail s'accroîtra.

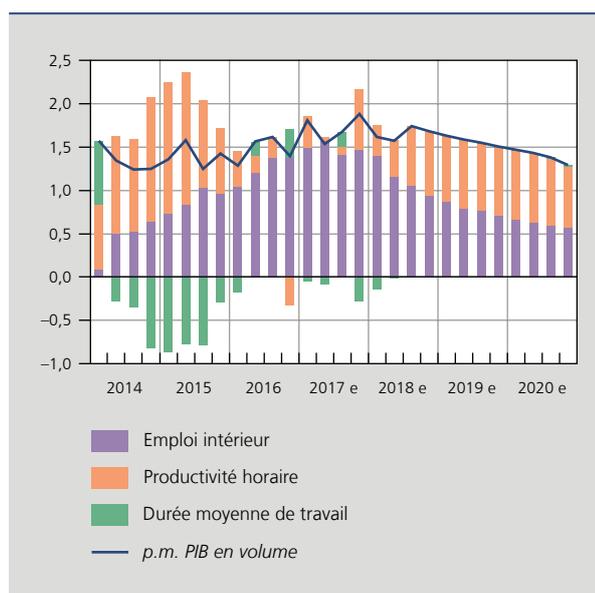
Parallèlement à la forte création d'emplois, la croissance de la productivité horaire restera relativement faible en 2017, à 0,3%. Les causes du ralentissement de la productivité constaté depuis 2016 font encore l'objet d'analyses, mais on peut toutefois déjà citer certains facteurs, telle la tertiarisation de l'économie – le secteur des services étant moins productif que celui de l'industrie manufacturière, les réformes du marché du travail précitées favorisant la création d'emplois surtout pour les moins qualifiés –, et l'allongement des carrières. Bien qu'elle se redresse sur l'horizon de projection, la croissance de la productivité demeurera inférieure à ce qu'on a pu observer dans le passé.

Environ 60% des emplois créés sont dus à l'augmentation du nombre de travailleurs salariés dans les branches sensibles à la conjoncture. Au sein de ces branches, seules les activités financières et d'assurance continuent d'accuser une baisse de leurs effectifs. Les secteurs de l'industrie et de la construction, quant à eux, n'ont, contrairement aux années précédentes, plus détruit d'emplois en 2017. Les secteurs les plus porteurs sont, d'une part, les services aux entreprises et, d'autre part, le commerce, les transports et l'horeca.

Durant la période de projection, la croissance du nombre de salariés se réduirait un peu plus rapidement que celle des indépendants. Ces derniers ne sont en effet pas touchés, ou en tout cas le sont moins, par la diminution de l'incidence de la récente modération salariale et par les réformes structurelles. De surcroît, certaines tendances de fonds continueront de favoriser le glissement de certains emplois vers un statut d'indépendant. Dans un contexte de tassement de la croissance de la population en âge de

GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DE TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

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



Sources: ICN, BNB.

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2014	2015	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Population totale	55	59	57	58	58	54	55
Population en âge de travailler	9	16	16	13	8	4	2
Population active	33	21	32	43	35	27	21
Emploi intérieur	20	40	58	69	54	38	30
Salariés	14	30	44	58	44	29	22
Branches sensibles à la conjoncture ⁽¹⁾	-1	19	29	42	33	19	12
Administration publique et enseignement ..	8	2	2	3	0	0	0
Autres services ⁽²⁾	7	9	13	14	12	10	10
Indépendants	6	10	13	11	10	9	8
Demandeurs d'emploi inoccupés	14	-19	-26	-26	-19	-11	-9
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>7,9</i>	<i>7,3</i>	<i>7,0</i>	<i>6,9</i>	<i>6,9</i>
<i>Taux d'emploi harmonisé⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	<i>67,3</i>	<i>67,2</i>	<i>67,7</i>	<i>68,3</i>	<i>69,0</i>	<i>69,5</i>	<i>69,9</i>

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

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

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

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

(4) Demandeurs d'emploi en pourcentage de la population active âgée de 15 à 64 ans.

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

travailler – dont l'incidence sur l'offre de main-d'œuvre est en partie compensée par le relèvement du taux de participation, lequel a été accéléré par les réformes structurelles du marché du travail –, la hausse de l'emploi va de pair avec une diminution du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés. En 2017, ils seront en moyenne 26 000 de moins qu'un an auparavant. Ce recul se poursuivra durant les trois prochaines années, quelque 39 000 chômeurs de moins étant recensés à la fin de la période de projection. Précisons toutefois qu'une partie de cette évolution découle de la sortie progressive vers la pension d'une importante cohorte de chômeurs âgés aujourd'hui de plus de 60 ans. Après avoir fortement diminué ces trois dernières années, le taux de chômage poursuivrait son recul et s'établirait à 6,9 % en 2020.

4. Coûts et prix

4.1 Coûts salariaux

Les salaires bruts dans le secteur privé ont grimpé en 2017, après une période de forte modération salariale. Dans le cadre de l'accord interprofessionnel 2017-2018, les augmentations conventionnelles réelles devraient atteindre

1,1 % pour l'ensemble de la période, soit 0,3 % en 2017 et 0,8 % en 2018. S'agissant des hausses réelles pour la période 2019-2020, l'hypothèse technique retenue, en l'absence d'une norme salariale pour cette période, est celle d'une croissance des adaptations conventionnelles hors indexation identique en 2019 par rapport à 2018 et, eu égard aux faits stylisés concernant ces accords et aux pressions accrues sur le marché du travail, d'une croissance légèrement plus importante la seconde année, soit 1 % en 2020. La hausse des salaires horaires sur l'horizon de projection incorpore également la dérive salariale, à savoir les augmentations imputables à des facteurs structurels, notamment l'élévation de l'âge moyen et du niveau de qualification de la population en emploi. Par ailleurs, les tensions sur le marché du travail que pourrait générer la relativement vive demande de main-d'œuvre pourraient se traduire par des pressions sur les salaires au niveau des entreprises, qui contribuent également au glissement des salaires. Compte tenu du rétablissement de l'indexation des prix (qui ferait croître les salaires nominaux d'en moyenne 1,6 % par an durant la période de projection), les salaires horaires grimperaient à partir de 2017.

Suite aux mesures d'allègement du coût du travail prises par les gouvernements successifs, les cotisations sociales à la charge des employeurs ont substantiellement été

réduites. Ce volet de la politique du tax shift a produit le plus gros de ses effets en 2016, mais son impact continuera de se faire sentir jusqu'en 2020. Globalement, les coûts salariaux horaires dans le secteur privé gonfleraient de 1,9 % cette année, mais ce rythme de croissance passerait à 2,7 % en 2020. À la suite du rétablissement de plus en plus marqué de la productivité, la progression des coûts salariaux, exprimés par unité produite, resterait plus modérée, ressortant à quelque 1,6 % en 2017, 1,7 % les deux années suivantes et 1,9 % en 2020.

4.2 Prix

Le taux d'inflation total s'est accéléré, passant de 1,8 % en moyenne en 2016 à 2,2 % en 2017, sous l'effet de l'accroissement des prix énergétiques – tiré surtout par les cours des produits pétroliers –, alors que l'inflation des autres catégories de biens et de services a en moyenne décéléré. L'inflation sous-jacente reviendrait ainsi de 1,8 à 1,5 % en 2017, la croissance des prix des biens industriels non énergétiques et des services accusant un ralentissement. Plusieurs facteurs ont contribué à cette évolution, parmi lesquels la disparition de l'effet haussier provoqué par le renchérissement des frais d'inscription dans l'enseignement supérieur en Communauté

flamande (qui s'était exercé jusqu'en septembre 2016) et par la moindre majoration des prix des télécommunications. Les opérateurs n'ont pas augmenté les prix des packs dans la même mesure qu'en 2016, et la suppression des frais de roaming en juin 2017 s'est répercutée dans l'indice des prix de la téléphonie mobile. Enfin, les hausses de prix exceptionnelles des produits alimentaires enregistrées en 2016 ne se sont pas reproduites avec la même ampleur cette année.

L'inflation totale devrait se réduire nettement en 2018, en raison une fois de plus des mouvements des prix énergétiques. Outre dans la progression moins vive qu'attendu du cours du Brent, l'explication réside en grande partie dans l'abolition de la contribution au Fonds énergie en Région flamande à la suite d'un arrêt de la Cour constitutionnelle, alors même que cette contribution avait fait bondir le prix de l'électricité à partir de mars 2016. Sur le reste de l'horizon de prévision, l'inflation énergétique devrait être légèrement négative, ce qui reflète les hypothèses de l'Eurosystème sur le pétrole et, dans une moindre mesure, le profil des prix du gaz et de l'électricité.

Le taux d'inflation des produits alimentaires devrait s'accélérer en 2018, tiré à la fois par le renchérissement des aliments non transformés et par celui des aliments

TABEAU 5 INDICATEURS DE COÛTS ET PRIX

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

	2015	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾						
Coûts salariaux par heure ouvrée	0,1	-0,7	1,9	2,2	2,5	2,7
dont: Indexation	0,1	0,6	1,6	1,6	1,5	1,6
Productivité du travail ⁽²⁾	1,7	-0,6	0,3	0,5	0,8	0,8
Coûts salariaux par unité produite	-1,6	-0,1	1,6	1,7	1,7	1,9
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux⁽³⁾</i>	0,2	-0,8	1,7	2,1	2,4	2,6
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,6	1,8	1,5	1,5	1,7	1,8
Produits énergétiques	-8,0	-0,6	9,8	1,4	-0,3	-0,3
Produits alimentaires	1,8	3,1	1,3	2,1	2,2	1,9
Inflation totale (IPCH)	0,6	1,8	2,2	1,6	1,6	1,6
<i>p.m. Inflation selon l'indice national (IPCN)</i>	0,6	2,0	2,1	1,5	1,6	1,6
Indice-santé ⁽⁵⁾	1,0	2,1	1,8	1,4	1,6	1,6

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

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

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

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

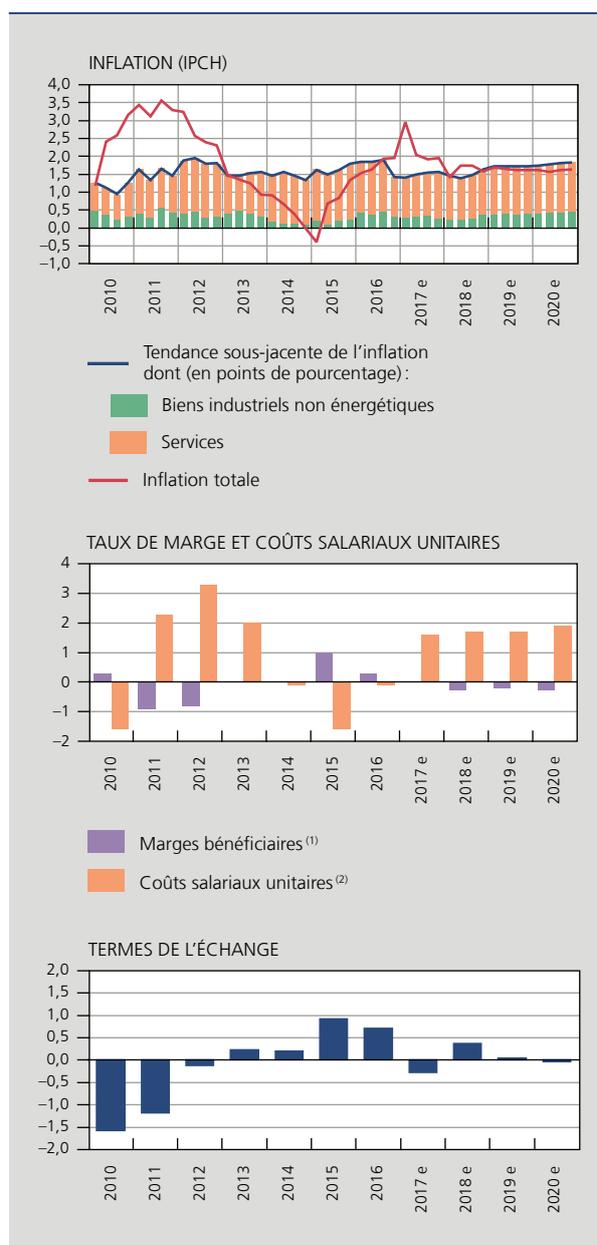
(4) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires et produits énergétiques.

(5) Mesuré d'après l'indice des prix à la consommation national, à l'exclusion du tabac, des boissons alcoolisées et des carburants.

transformés. Ces derniers sont fortement influencés par les changements d'accises; selon les notifications budgétaires de l'été de 2017, celles sur le tabac devraient augmenter plus rapidement en 2018. Dans une moindre mesure, le relèvement de la «taxe soda» gonflerait aussi l'inflation de la catégorie alimentaire. Pour la suite, les accises ne devraient plus grimper au même rythme et le taux d'inflation devrait se modérer jusqu'en 2020.

GRAPHIQUE 7 INFLATION ET DÉTERMINANTS

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



Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Différence entre la croissance annuelle des prix de vente unitaires et celle des coûts de production unitaires.

(2) Y compris les subventions salariales et les réductions pour groupes cibles.

L'inflation sous-jacente qui recouvre les services et les biens industriels non énergétiques devrait pour sa part progresser et passer de 1,5 % en 2017 à 1,8 % en 2020. La croissance des prix des seconds a diminué en 2017, notamment en raison de certains effets de base induits par les achats de véhicules (certaines mesures avaient poussé les prix à la hausse en 2016); elle ne devrait pas s'accélérer par la suite, mais au contraire ralentir, eu égard aux effets de l'appréciation de l'euro. Sur le reste de l'horizon, l'inflation des biens industriels devrait revenir aux alentours de 1 %. L'inflation des services, qui demeure la principale contribution à l'inflation totale, devrait passer de 2 % en 2017 à 2,2 % à la fin de l'horizon de prévision. L'augmentation des coûts salariaux n'influence cette composante que lentement et partiellement. L'évolution relativement stable de l'inflation sous-jacente dans le passé suggère notamment que d'importants mouvements des coûts salariaux sont partiellement absorbés par les marges bénéficiaires. Ainsi, la modération des coûts salariaux observée ces dernières années a induit un élargissement de ces marges. Inversement, la progression des coûts salariaux durant la période de projection briderait la croissance des marges, et la hausse de l'inflation sous-jacente resterait donc assez limitée, en dépit de l'alourdissement de la pression exercée par les coûts. Dans la zone euro, le gonflement des coûts salariaux serait, selon les estimations de l'Eurosystème, davantage répercuté dans les prix. Cela ferait disparaître graduellement le différentiel entre l'inflation en Belgique et dans la zone euro, qui était relativement grand ces dernières années.

L'analyse qui précède a trait à l'IPCH, lequel permet de comparer les taux d'inflation de tous les États européens. Des différences d'ordre méthodologique expliquent que l'inflation mesurée selon l'indice belge des prix à la consommation national (IPCN) s'en écarte légèrement. C'est sur la base de l'IPCN qu'est calculé l'indice-santé, soit l'indice national duquel sont exclus le tabac, les boissons alcoolisées et les carburants. La progression de celui-ci, sur laquelle repose, notamment, l'indexation des salaires, devrait ralentir quelque peu en 2017 (1,8 %) et nettement plus en 2018 (1,4 %) – sous l'effet, principalement, de la baisse des prix de l'électricité – avant de finalement remonter jusqu'en 2020.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les estimations les plus récentes, les finances publiques clôtureront l'exercice 2017 sur un déficit de 1,2 %

TABEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Ensemble des administrations publiques					
Recettes	50,7	51,1	50,4	49,9	49,9
Dépenses primaires	50,3	49,7	49,4	49,3	49,3
Solde primaire	0,4	1,3	1,0	0,6	0,6
Charges d'intérêts	2,9	2,5	2,3	2,2	2,1
Besoin (–) ou capacité de financement	–2,5	–1,2	–1,3	–1,5	–1,5
Solde de financement par sous-secteur					
Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	–2,5	–1,1	–0,8	–1,5	–1,4
Sécurité sociale	–0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	0,0	–0,1	–0,5	–0,2	–0,2
Pouvoirs locaux	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1

Sources : ICN, BNB.

(1) Ces chiffres comprennent les avances sur les additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques, bien que ces avances soient considérées comme de pures transactions financières selon la méthodologie du SEC 2010 et que les additionnels régionaux ne soient comptabilisés qu'au moment de l'enrôlement.

du PIB, ce qui représente une amélioration de 1,3 point de pourcentage par rapport à 2016. Dans le contexte macro-économique décrit ci-avant, le déficit de financement de l'ensemble des administrations publiques progresserait légèrement en 2018 et en 2019 et demeurerait quasiment stable en 2020.

L'amélioration du solde budgétaire en 2017 s'explique tant par la réduction des dépenses primaires et des charges d'intérêts que par l'augmentation des recettes par rapport au PIB. Les dépenses primaires continueraient de reculer en 2018 et resteraient quasiment stables au cours des années suivantes. Les charges d'intérêts poursuivraient leur tendance à la baisse, mais à un rythme moindre vers la fin de la période de projection. L'incidence favorable de ces facteurs sur le solde budgétaire ne compenserait toutefois que partiellement la baisse de la pression fiscale et parafiscale à partir de 2018.

Les déficits apparaîtraient surtout au niveau du pouvoir fédéral, mais le sous-secteur des communautés et des régions enregistrerait lui aussi encore un déficit limité durant la période de projection. Les comptes des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale, en revanche, demeureraient quasiment en équilibre. En 2018, la révision à la baisse du facteur dit d'autonomie pour l'établissement des additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques entraînerait une correction unique pour l'excédent d'impôts payé aux régions depuis 2015, qui exercerait une incidence négative

sur le solde budgétaire des communautés et des régions et une incidence positive sur celui du pouvoir fédéral.

Les projections reposent, comme d'habitude, sur l'hypothèse d'une politique inchangée. Il n'est donc tenu compte que des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées. S'agissant de la réforme de l'impôt des sociétés, l'hypothèse retenue est que celle-ci serait budgétairement neutre.

5.2 Recettes

La tendance baissière des recettes des administrations publiques, observée depuis quelques années, s'interromprait en 2017, les recettes augmentant de 0,3 point de pourcentage. En 2018 et en 2019, les recettes des administrations publiques chuteraient toutefois à nouveau, de respectivement 0,7 et 0,4 point de pourcentage du PIB, tandis qu'elles resteraient quasiment stables en 2020.

La hausse du ratio des recettes en 2017 est principalement imputable à la progression des revenus provenant des impôts sur les bénéfices des sociétés. Ceux-ci augmentent de 0,4 point de pourcentage, essentiellement en raison du net accroissement des versements anticipés des sociétés. Ces derniers semblent en effet revenir à un niveau comparable à celui qui était enregistré avant le début de la crise économique et financière.

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

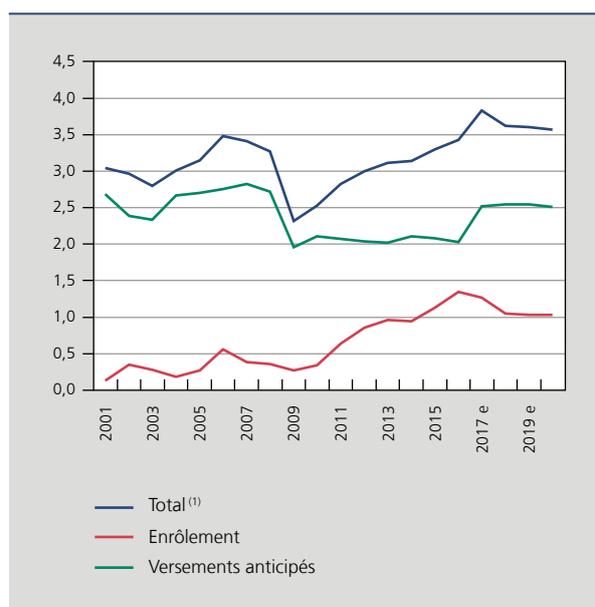
	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Recettes fiscales et parafiscales	43,8	44,1	43,4	43,1	43,1
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	25,0	24,9	24,4	24,2	24,3
Impôt des personnes physiques	11,1	11,0	10,7	10,4	10,6
Cotisations sociales	14,0	13,9	13,7	13,7	13,7
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés	3,4	3,8	3,6	3,6	3,6
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Impôts sur les biens et sur les services	11,2	11,2	11,1	11,1	11,1
dont :					
TVA	6,8	6,8	6,7	6,7	6,7
Accises	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2
Recettes non fiscales et non parafiscales	6,9	7,0	6,9	6,9	6,8
Recettes totales	50,7	51,1	50,4	49,9	49,9

Sources: ICN, BNB.

En revanche, les prélèvements sur les revenus du travail devraient se replier de 0,1 point de pourcentage du PIB en 2017, essentiellement en raison d'un recul des cotisations sociales, l'abaissement du taux des cotisations patronales produisant ses pleins effets depuis le 1^{er} avril 2016.

Les revenus des impôts sur les biens et sur les services se stabiliseraient presque, à la suite, d'une part, d'une diminution limitée des revenus de la TVA et, d'autre part, d'une légère progression des revenus des accises induite par la hausse des accises sur le tabac et sur l'alcool.

GRAPHIQUE 8 IMPÔT DES SOCIÉTÉS
(pourcentages du PIB)



Sources: ICN, BNB.

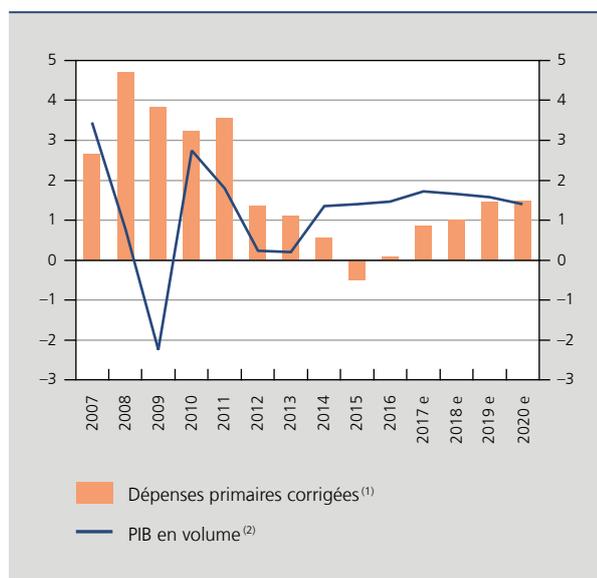
(1) Y compris d'autres impôts, parmi lesquels le précompte mobilier est le plus important.

En 2018 et en 2019, la pression fiscale et parafiscale chuterait nettement en conséquence des mesures adoptées dans le cadre du tax shift. Ainsi, les revenus de l'impôt des personnes physiques régresseraient chaque fois de 0,3 point de pourcentage durant cette même période. De plus, un nouvel abaissement des taux des cotisations patronales entraînerait une diminution des cotisations sociales en 2018, 2019 et 2020. En outre, les revenus de l'impôt des sociétés se contracteraient en 2018 et en 2019, car la vive hausse des versements anticipés pèsera en 2017 sur la perception via l'enrôlement. Enfin, les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine augmenteraient en 2018 à la suite de l'entrée en vigueur de la taxe sur les comptes-titres et du relèvement des taux de la taxe sur les opérations boursières, mais, en 2019, ils seraient poussés à la baisse par les mesures prises dans la cadre de l'activation de l'épargne.

5.3 Dépenses primaires

La trajectoire des dépenses primaires rapportées au PIB devrait restée orientée à la baisse en 2017 ainsi qu'au cours des deux années suivantes. En termes nominaux, les dépenses augmenteraient donc à une cadence inférieure

GRAPHIQUE 9 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

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

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

à l'expansion de l'activité économique jusqu'en 2019. Au-delà, cette évolution suivrait, à politique inchangée, un rythme similaire à la croissance du PIB.

Le mouvement de modération des dépenses attendu cette année répondrait encore à la volonté affichée par le pouvoir fédéral de limiter ses frais de fonctionnement et de contenir les dépenses de la sécurité sociale. Il bénéficierait en outre de l'amointrissement ou de la disparition d'une série de facteurs imprévus ayant pesé sur le solde budgétaire de 2016. Parmi ceux-ci figuraient notamment d'importants remboursements d'impôts effectués à la suite de décisions de justice, ainsi que les efforts exceptionnels consentis pour gérer l'afflux de demandeurs d'asile. S'y ajoute, en 2017, une diminution temporaire de la contribution de la Belgique au budget de l'UE sur la base du revenu national brut.

À l'inverse, une nouvelle indexation des allocations sociales et des rémunérations du secteur public, survenue tout juste un an après la précédente, aura soutenu les dépenses correspondantes en 2017.

Corrigées pour tenir compte à la fois des facteurs temporaires, de l'incidence de la conjoncture et du décalage

entre l'inflation et l'indexation, les dépenses primaires réelles grimperaient de 0,9 % en 2017, soit un taux de progression qui, comme les années précédentes, resterait contenu et inférieur à la croissance du PIB en volume.

La tendance à la maîtrise des dépenses primaires devrait se poursuivre en 2018, malgré la recrudescence attendue des investissements publics traditionnellement observée à l'approche des élections communales et provinciales.

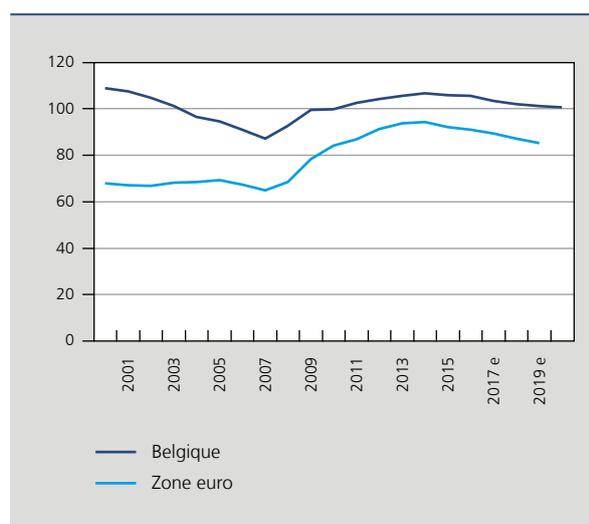
En 2019 et en 2020, à défaut de nouvelles mesures d'économie, l'évolution structurelle des dépenses publiques suivrait de près celle du PIB réel.

5.4 Endettement

Durant la période de projection, la dette publique devrait se réduire progressivement par rapport au PIB.

Le taux d'endettement se replierait de plus de 2 points de pourcentage en 2017. Ce mouvement résulterait uniquement de l'incidence baissière des facteurs endogènes : la croissance nominale du PIB dépasserait en effet le taux d'intérêt implicite sur la dette publique et le solde primaire serait positif. De leur côté, les facteurs exogènes exerceraient un légère influence haussière, l'incidence de la vente d'une partie de la participation du pouvoir fédéral dans BNP Paribas étant plus limitée que l'effet d'accroissement de la dette induit par la progression des prêts octroyés dans le cadre de la politique en matière de

GRAPHIQUE 10 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

logement social et par une série de facteurs relatifs à la gestion de la dette.

Le taux d'endettement devrait ensuite poursuivre son recul, de nouveau sous l'impulsion d'une dynamique favorable de la croissance des taux, combinée à des excédents primaires, fussent-ils limités. En 2020, à la fin de la période de projection, le taux d'endettement s'établirait à 100,5 % du PIB. Il n'est toutefois pas tenu compte d'éventuelles mesures supplémentaires qui comprimeraient plus rapidement le taux d'endettement des administrations publiques belges.

6. Différences par rapport au précédent exercice de projection

La croissance de l'économie belge n'a fait l'objet que d'un infime ajustement à la hausse dans les présentes projections, de l'ordre de moins de 0,1 point de pourcentage en moyenne. Les deux aspects à l'égard desquels les adaptations ont été les plus notables par rapport aux projections de printemps sont le marché du travail et les finances publiques.

La croissance de l'emploi intérieur a en effet une nouvelle fois surpris positivement au cours des récents trimestres de 2017, à la faveur notamment des révisions des statistiques de l'ICN. Ce constat semble imputable en grande partie à une sous-estimation du taux de participation, en particulier chez les 55 à 64 ans, ce qui donne à penser que les mesures récemment prises par les pouvoirs publics en vue de repousser les départs à la retraite anticipée et d'élargir l'offre de travail ont eu un effet plus important qu'estimé précédemment. Compte tenu de cette tendance, l'évolution du taux de participation a également été revue quelque peu à la hausse pour l'avenir. L'estimation plus élevée de la création d'emplois pendant les prochaines années est donc partiellement contrebalancée par l'accroissement de la participation au marché du travail. Cela étant, la création d'emplois accrue a entraîné une révision à la baisse du taux de chômage. Elle a également conduit, en comparaison des projections de printemps, à une adaptation à la hausse des coûts salariaux par unité produite en raison de la reprise plus lente de la productivité, qui tient au fait que la vive progression de l'emploi se manifeste dans un contexte de croissance du PIB à peine plus marquée.

La modification la plus significative apportée à ces projections vise peut-être le besoin de financement des administrations publiques, qui accusent un déficit de 1,2 % du PIB pour 2017, ce qui représente une amélioration de 0,8 point de pourcentage du PIB par rapport

à ce prévoyaient les projections de printemps. Bien que cette consolidation soit en partie due à la légère embellie des conditions macroéconomiques, près de 0,4 point de pourcentage de la révision par rapport à juin ne résulterait que des versements anticipés des sociétés, qui se sont (nettement) accrus, tandis que la diminution du financement à l'UE et la situation de départ plus favorable en 2016 expliqueraient également 0,2 point de pourcentage.

Les autres modifications sont moins substantielles. Leur origine est souvent à rechercher dans des révisions de séries de données sous-jacentes se rapportant au passé récent. Ainsi, le point de départ pour les contributions à la croissance des composantes des dépenses a été modifié, sous l'effet notamment de la comptabilisation dans les comptes annuels de 2016 d'un nouvel achat important de biens d'investissement à l'étranger. Quoique neutre pour la croissance, cet achat exerce en effet une incidence sensible sur la répartition entre la demande intérieure et les exportations nettes. En raison des effets de niveaux, cela se traduit de fait par une révision à la baisse de l'estimation de la demande intérieure au début de la période de projection, en faveur d'une augmentation proportionnelle de la contribution à la croissance des exportations nettes.

Des modifications apportées au cadre législatif (fiscal) ont également entraîné des révisions. Les estimations de l'inflation ont notamment été revues à la baisse en raison de la suppression, dès le 1^{er} janvier 2018, de la taxe sur l'énergie en Région flamande. Par rapport au mois de juin, l'inflation sous-jacente a aussi été légèrement corrigée à la baisse, sous l'effet du renchérissement de l'euro. Ce dernier, comme la suppression de la taxe susvisée, entraîne, avec un certain décalage, une modération de l'indexation des salaires et influe ainsi sur la formation des prix.

7. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les projections d'automne de l'Eurosystème font apparaître que la Belgique et la zone euro traversent actuellement une phase de haute conjoncture. En 2017 et en 2018, la croissance belge culminerait à 1,7 %, avant de ralentir progressivement sur l'horizon des projections, pour s'établir à 1,4 % en 2020. De ce fait, la Belgique se situe, sur l'ensemble de la période de projection, clairement en deçà du rythme de croissance moyen de la zone euro, qui s'établirait encore à 2,4 % cette année. À l'instar de la zone euro, la trajectoire de croissance du PIB estimée pour la Belgique sera, dans les prochaines années, largement soutenue par la demande intérieure.

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

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume				Inflation (IPCH, sauf mention contraire)			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Bureau fédéral du Plan ⁽¹⁾	Septembre 2017	1,7	1,7	1,5	1,6	2,0	1,6	1,6	1,5
FMI	Octobre 2017	1,6	1,6			2,1	1,2		
CE	Novembre 2017	1,7	1,8	1,7		2,2	1,4	1,6	
OCDE	Novembre 2017	1,7	1,7	1,7		2,2	1,6	1,8	
Consensus Economics	Décembre 2017	1,7	1,7			2,1	1,7		
BNB	Décembre 2017	1,7	1,7	1,6	1,4	2,2	1,6	1,6	1,6

(1) Budget économique pour 2017-2018, complété par les Perspectives économiques à moyen terme pour 2019-2020, telles qu'elles ont été publiées en juin. Pour les taux d'inflation, il s'agit de l'IPCN.

Ces estimations de croissance sont très proches des dernières prévisions établies par d'autres institutions. De fait, si les estimations de croissance antérieures à novembre, comme le Budget économique du BFP de septembre et les dernières prévisions du FMI d'octobre, n'ont pas pu tenir compte de la révision des statistiques trimestrielles publiée par l'ICN à la fin d'octobre (telle que la révision à la hausse de la croissance au premier semestre de 2017), l'incidence de celle-ci semble globalement limitée.

En dépit de la convergence relative des estimations macroéconomiques, ce type de prévisions se fondent néanmoins toujours sur un cadre défini d'hypothèses et sont donc entourées de grandes incertitudes.

À l'échelle internationale, les tensions sur les marchés financiers et les risques géopolitiques au sein de l'UE et en dehors de celle-ci constituent les principaux facteurs d'incertitude, en ce qu'ils peuvent mener à une révision du cadre dans lequel ces estimations ont été établies. Par ailleurs, la tournure que prendront les négociations menées au titre du brexit constitue également un risque. L'hypothèse actuelle reste que l'UE et le Royaume-Uni continueront in fine d'entretenir des relations étroites et que la situation n'aura que de faibles retombées économiques. Toutefois, si la procédure de séparation venait à déboucher sur une autre issue, l'incidence sur l'économie devrait être réévaluée.

Les risques domestiques entachant les estimations de croissance semblent globalement neutres pour celle-ci. Comme cela avait déjà été le cas en juin, le marché du travail est l'un des premiers domaines dans lequel ceux-ci se manifestent. Bien que les statistiques trimestrielles pour

l'emploi, déjà publiées en 2017, s'établissent à des niveaux étonnamment élevés, l'hypothèse d'un ralentissement progressif de la hausse de l'emploi à l'horizon des projections sous l'influence d'un regain de tensions sur le marché du travail reste d'actualité. L'incertitude pesant sur les années à venir tient à l'ampleur de ces tensions et au moment à partir duquel elles se manifesteront, ainsi qu'à la mesure dans laquelle elles seront compensées par les réformes récentes qui augmentent l'offre de travail et visent à une meilleure adéquation de l'offre et de la demande (tant au niveau régional que sur le plan des compétences).

En outre, il ne peut être exclu que les investissements des entreprises conservent plus longtemps qu'actuellement escompté le rythme d'accroissement qui est aujourd'hui le leur. L'évolution estimée pour les années à venir est de fait influencée par l'analyse selon laquelle le rapport entre l'augmentation de ces investissements (corrigés de transactions spécifiques) et la croissance du PIB dans le courant de 2017 se situe à un niveau maximal. Ce constat repose non seulement sur ce rapport et sur l'évolution au cours de cycles économiques passés, mais aussi sur le fait que la confiance des chefs d'entreprise s'est lissée ces derniers mois. Les observations les plus récentes de la confiance des entrepreneurs, qui datent d'octobre et de novembre 2017, ont toutefois surpris positivement, ce qui souligne les risques haussiers.

Bien qu'il soit en principe plausible qu'une incidence positive se dégage encore à court terme du gain récent en matière de compétitivité-coûts (salariaux), le récent renchérissement de l'euro pourrait grever les exportations et, partant, la position nette à l'exportation plus lourdement que prévu. Qui plus est, le risque de sous-estimation de la perte structurelle de parts de marché (à la suite d'un

déclin de la compétitivité hors coûts) est réel, ce qui fait peser d'autres risques sur les exportations à l'horizon des projections.

Enfin, s'agissant de l'inflation, les risques semblent équilibrés, même s'il convient de signaler que

l'estimation spécifique de la croissance des salaires pour la période 2019-2020 est incertaine, la norme salariale pour cette période devant encore être négociée. Si celle-ci se révélait inférieure au niveau actuellement adopté, il se pourrait qu'elle entraîne à nouveau des effets dérivés sur l'inflation et sur la consommation.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	1,5	1,7	1,7	1,6	1,4
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,8	1,0	1,8	1,7	1,5
Exportations nettes de biens et services	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Variation des stocks	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	1,8	2,2	1,6	1,6	1,6
Indice-santé	2,1	1,8	1,4	1,6	1,6
Déflateur du PIB	1,6	2,0	1,6	1,6	1,5
Termes de l'échange	0,7	-0,3	0,3	0,1	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,1	1,6	1,7	1,7	1,9
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,7	1,9	2,2	2,5	2,7
Productivité horaire dans le secteur privé	-0,6	0,3	0,5	0,8	0,8
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	57,7	69,4	54,0	37,6	29,8
Volume total de travail ⁽²⁾	1,3	1,4	1,1	0,8	0,6
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	7,9	7,3	7,0	6,9	6,9
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	0,9	1,2	1,9	2,4	1,8
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	11,2	11,2	11,5	12,0	12,2
Finances publiques					
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,4	1,3	1,0	0,6	0,6
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-2,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5
Dette publique (pourcentages du PIB)	105,7	103,3	102,1	101,2	100,5
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)					
	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

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

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

Les crédits des banques sont-ils alloués aux firmes performantes ?

C. Duprez
Ch. Piette^(*)

Introduction

L'un des rôles essentiels du système bancaire consiste à canaliser l'épargne vers des projets d'investissements productifs. Ces dernières années, l'inefficacité de l'allocation des prêts octroyés a toutefois suscité des inquiétudes. C'est là l'un des facteurs qui sont aujourd'hui cités pour expliquer le ralentissement de la productivité (Duval *et al.*, 2017 ; Besley *et al.*, 2017). Des études ont par ailleurs relevé le nombre croissant d'entreprises « zombies » depuis le début des années 2000, que les banques continueraient de (re)financer pour ne pas avoir à acter des pertes dans leurs bilans. Or, l'augmentation de la survie de ces entreprises à faible productivité, proches de la cessation d'activités ou de la faillite, accroît la congestion du marché et limite la croissance des firmes plus productives (McGowan *et al.*, 2017). À cet égard, la politique monétaire accommodante et l'environnement de taux bas ont eu pour conséquence de faciliter le financement de projets moins performants. D'autres facteurs ont également été avancés, tel le fort degré d'incertitude économique, qui a pu brider la volonté des entreprises de réaliser des investissements générateurs de croissance et d'emploi (Adler *et al.*, 2017).

S'il est naturellement souhaitable que les crédits bancaires soient accordés en priorité à des projets à haut potentiel, ce n'est toutefois pas le seul critère que les banques prennent en compte lorsqu'elles décident d'octroyer ou non un crédit. Le principe de prudence peut en effet les inciter à refuser de financer des projets novateurs et porteurs de

croissance, mais néanmoins très incertains. Ceux-ci les exposent en effet à des risques de défaut. La réglementation prudentielle a précisément pour objectif de limiter ces risques. Elle impose notamment aux banques des exigences de capitalisation proportionnelles aux risques des composantes de l'actif de leurs bilans, en ce compris les crédits aux entreprises. La notion de risque peut donc entraver le financement de certains projets à haut potentiel.

Au-delà de l'appréciation que les banques portent sur la qualité et sur le niveau de risque des projets à financer, l'allocation des crédits dans une économie est également influencée par des aspects liés à la demande. Ainsi, une entreprise performante peut très bien opter pour des sources alternatives de financement, par exemple en recourant à des réserves de liquidités internes ou en émettant un emprunt obligataire, et donc ne pas solliciter un crédit auprès d'une banque. L'allocation des crédits observée dans les données résulte donc toujours d'un équilibre déterminé par des facteurs à la fois d'offre et de demande, qu'il n'est pas toujours aisé de différencier.

L'objectif de cet article est de mettre en lumière le lien entre les crédits alloués aux firmes et leurs caractéristiques, en particulier leur niveau de performance économique. Pour ce faire, nous nous fondons sur des données relatives aux entreprises belges sur la période 2005-2015. Notre approche consiste à recourir à une analyse multivariée qui prend en compte un maximum de variables observables, afin d'identifier au mieux le rôle de chacune d'elles considérée individuellement.

L'article est organisé comme suit. La première partie dresse le portrait des firmes performantes. La deuxième

(*) Cet article a bénéficié des commentaires de S. Ben Hadj, O. De Jonghe, E. Dhyne et P. Ilbas, que nous tenons à remercier.

partie donne une vue d'ensemble des crédits qui leur sont alloués et passe en revue les principaux facteurs affectant l'allocation des crédits (accès à des sources de financement alternatives, productivité, rentabilité et solvabilité, âge de la firme et investissements). La troisième partie aborde le lien entre les crédits bancaires et la pérennité des firmes. La conclusion résume les principaux enseignements qui peuvent être tirés de l'analyse.

1. Portrait des firmes performantes en Belgique

La performance des firmes⁽¹⁾ établies en Belgique, qui constitue notre principale variable d'intérêt, est estimée sur la base de la productivité totale des facteurs (PTF). La PTF est un indicateur qui permet de situer le niveau de valeur ajoutée générée par une firme par rapport à la moyenne de son secteur, en tenant compte de son niveau d'emploi et de son stock de capital. Une PTF élevée est le signe qu'une entreprise crée beaucoup de valeur ajoutée avec les facteurs de production dont elle dispose. Une PTF faible signale au contraire une création relativement faible de valeur ajoutée. Même si la PTF n'est pas une variable directement disponible au travers

des comptes annuels, elle reflète de manière générale des caractéristiques vertueuses d'une firme, comme la qualité du management, son aptitude à produire efficacement ou les éventuels avantages concurrentiels sur les marchés qu'elle dessert⁽²⁾.

La PTF ne peut pas être estimée pour toutes les entreprises, car il faut pour cela disposer d'observations pour différentes variables, comme la valeur ajoutée, l'emploi, le stock de capital, la consommation intermédiaire et le secteur d'activité. Cette contrainte exclut de notre échantillon d'analyse les petites firmes qui n'emploient pas de salariés et les indépendants qui n'ont pas constitué de société. Notons que, par souci de lisibilité, nous utiliserons simplement le terme de « productivité », plutôt que celui de « PTF », dans la suite de l'article.

Si, par définition, les firmes productives se démarquent par une exploitation plus efficace des ressources dont elles disposent, elles présentent également d'autres caractéristiques avantageuses qui soulignent leur importance pour le développement de l'économie (cf. tableau 1).

L'une des caractéristiques saillantes des firmes les plus productives, c'est-à-dire celles appartenant au cinquième quintile de la distribution de la productivité, est qu'elles disposent dans une plus large mesure de capital immatériel. Celui-ci regroupe notamment les frais de recherche et de développement (R&D), les brevets, les licences et les logiciels détenus par les entreprises. Il existe un lien causal entre ces actifs intangibles et les performances

(1) Notre échantillon ne reprend que les sociétés non financières.

(2) Estimée à partir de la méthode de Wooldridge (2009), notre mesure de la PTF est exprimée en euros, et non en unités physiques. Elle peut donc également refléter le fait que l'entreprise vend sa production à un prix relativement élevé. L'aptitude à créer de la valeur provient donc d'une capacité technologique ou d'un pouvoir de marché. Dans le contexte de notre analyse du lien entre la productivité et l'octroi de crédits, cela n'est toutefois pas du tout un handicap.

TABEAU 1 CARACTÉRISTIQUES DES FIRMES PAR NIVEAU DE PRODUCTIVITÉ

(données pour 2012 ; pourcentages, sauf mention contraire)

	Quintiles de productivité				
	I	II	III	IV	V
Part des firmes disposant de capital immatériel ⁽¹⁾	18,0	21,1	25,0	29,5	35,4
Part des firmes appartenant à un groupe ⁽²⁾	10,3	13,3	20,6	32,0	50,1
Rentabilité ⁽³⁾	-0,5	4,3	6,0	7,7	10,2
Solvabilité ⁽⁴⁾	20,5	26,1	29,1	32,1	35,7
Taux de sortie ⁽⁵⁾	3,7	1,9	1,6	1,2	1,2
Croissance de l'emploi (variation entre 2013 et 2015)	-16,1	-6,8	-2,1	0,2	2,1
Emploi moyen (équivalents temps plein)	2,4	3,6	6,1	12,5	42,4

Source : BNB.

(1) Correspond aux immobilisations incorporelles, qui comprennent les frais de recherche et de développement, les concessions, les brevets, les licences, les marques, le goodwill, les logiciels, etc.

(2) Firmes détenant d'autres sociétés belges ou étrangères, ou détenues par celles-ci, à hauteur d'au moins 10% du capital social.

(3) Médiane du ratio de rentabilité nette du total des actifs avant impôts et charges des dettes.

(4) Médiane de la part des capitaux propres dans le total du bilan.

(5) Firmes actives en 2012 ayant cessé leurs activités ou étant tombées en faillite au cours des trois années suivantes.

économiques des firmes. Lorsque les dépenses en R&D d'une entreprise aboutissent à la fabrication de produits innovants, cela lui permet d'élargir sa production en exploitant de nouvelles niches de marché. Du capital intangible peut aussi se concrétiser par des processus de production plus efficaces.

Un lien peut également être établi entre le niveau de productivité élevé de certaines firmes et leur appartenance à un groupe, que celui-ci soit d'origine belge ou étrangère. Une affiliation à un groupe permet en effet à une entreprise de bénéficier à la fois d'un capital immatériel commun et de gains de productivité liés à des économies d'échelle.

La rentabilité des entreprises est également étroitement corrélée à leur niveau de productivité. Les firmes les plus productives affichent un ratio de rentabilité dont la valeur médiane est supérieure à 10 %, tandis que les entreprises du premier quintile de productivité, soit les moins performantes, essuient plus fréquemment des pertes. Précisons toutefois que le lien entre la productivité et la rentabilité n'est pas toujours univoque, et ce pour différentes raisons. Ainsi par exemple, à un niveau de performance donné, une entreprise dont la rente de production est distribuée dans une plus large mesure aux travailleurs qu'aux détenteurs des capitaux enregistrent un taux de rentabilité moindre. Outre la rentabilité, la meilleure santé financière des firmes les plus productives se reflète aussi dans des ratios de solvabilité plus élevés, du fait des bénéfices reportés et des réserves accumulées.

Enfin, le fait qu'elles parviennent à dégager des bénéfices permet naturellement aux entreprises plus productives d'assurer leur pérennité et de croître. Cela se traduit notamment par des taux de faillite ou de cessation d'activités plus faibles, de même que par une croissance de l'emploi largement supérieure à celle des entreprises moins performantes⁽¹⁾. Ces différences en termes de taux de sortie et d'évolution de l'emploi sont en quelque sorte le reflet d'un processus de destruction créatrice et d'une réallocation efficace des facteurs de production, dans le cadre desquels des firmes les moins productives et les moins rentables disparaissent, tandis que les plus performantes se développent. De ce fait, le poids des firmes performantes dans l'économie totale, qu'il soit mesuré sur la base de l'emploi, du stock de capital ou de la valeur ajoutée, est relativement important.

(1) Il convient de noter que la période 2013-2015, pour laquelle la croissance de l'emploi a été calculée dans le tableau 1, a été assez défavorable en termes d'évolutions sur le marché du travail. L'année 2013, en particulier, a été marquée par de lourdes pertes d'emplois. Comme il ressort des données présentées au tableau 1, ces dernières ont surtout affecté les entreprises les moins performantes.

2. Allocation des crédits bancaires aux entreprises

2.1 Vue d'ensemble

Globalement, les firmes les plus productives concentrent la majeure partie des crédits octroyés par les banques résidentes. Comme l'illustre le graphique 1, les entreprises appartenant au cinquième quintile de productivité condensent 55 % de l'encours des crédits, contre respectivement à peine 20, 12, 8 et 4 % pour les quintiles inférieurs. Ce constat peut cependant être nuancé. En effet, les firmes les plus performantes représentent 59 % de l'emploi, détiennent 62 % du stock de capital et génèrent 69 % de la valeur ajoutée. Les firmes productives ont certes contracté plus de crédits, mais pas de façon proportionnelle à leur poids dans l'économie.

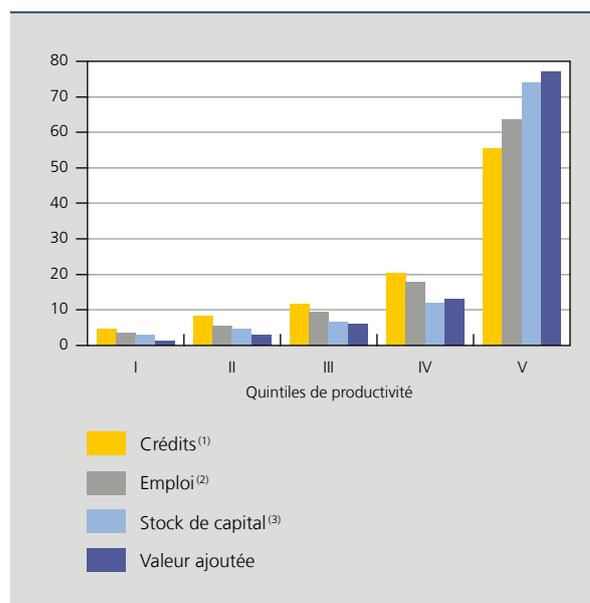
2.2 Facteurs affectant l'allocation des crédits

Les sources alternatives de financement

Si les firmes productives ne concentrent pas les crédits bancaires proportionnellement à leur poids dans

GRAPHIQUE 1 RÉPARTITION DES CRÉDITS BANCAIRES PAR QUINTILE DE PRODUCTIVITÉ

(données pour 2015, pourcentages du total)



Source: BNB.

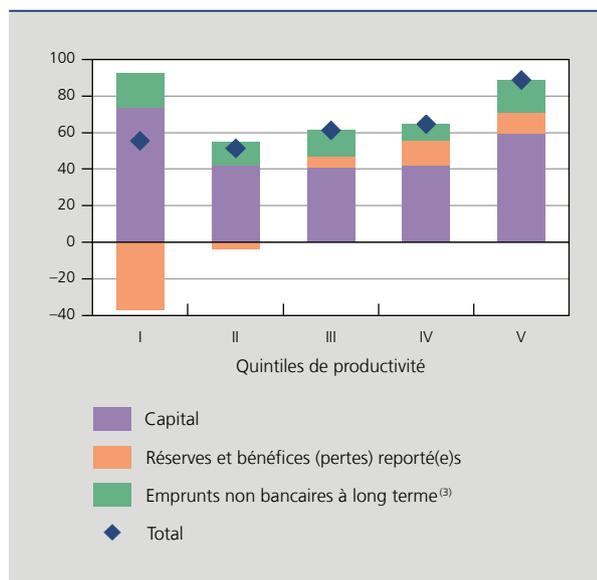
(1) Encours des crédits autorisés à long terme.

(2) Exprimé en équivalents temps plein.

(3) Actifs immobilisés non financiers.

GRAPHIQUE 2 RECOURS AUX MOYENS DE FINANCEMENTS ALTERNATIFS PAR LES JEUNES ENTREPRISES⁽¹⁾

(pourcentages des besoins de financement à long terme⁽²⁾, données pour 2015)



Source : BNB.

- (1) Entreprises actives depuis moins de cinq ans.
- (2) Les besoins de financement à long terme sont approchés par la somme des actifs immobilisés et des besoins en fonds de roulement.
- (3) Incluent à la fois les emprunts obligataires et les autres emprunts non bancaires, comme le financement intragroupe et les prêts accordés par des particuliers.

l'économie, c'est en partie parce qu'elles disposent plus fréquemment de moyens de financement alternatifs, comme par exemple les emprunts obligataires. En outre, les entreprises les plus performantes appartiennent plus souvent à un groupe (cf. supra). Elles peuvent dès lors compter sur des sources de financement privilégiées, comme des participations dans le capital ou des prêts interentreprises. Il n'est donc guère surprenant qu'elles soient généralement mieux capitalisées pendant leurs premières années d'existence et qu'elles bénéficient plus souvent de prêts non bancaires (cf. graphique 2). Certes, les entreprises les moins productives se financent encore davantage par capitaux propres. Cela relève toutefois plus d'une nécessité. En effet, leur faible rentabilité et l'ampleur des pertes reportées qui en découle limitent leur accès au financement bancaire.

Il est en outre probable que la plus forte capitalisation des jeunes entreprises très productives soit aussi en

partie le reflet d'un recours plus fréquent au financement par capital-risque, lequel peut notamment provenir de *business angels*, de sociétés de financement spécialisées ou de plates-formes de *crowdfunding*. Les données dont nous disposons ne permettent cependant pas une identification systématique des entreprises ayant bénéficié de ces sources de financement.

La productivité

Comme on l'a vu plus haut, les firmes plus productives sont généralement plus rentables et de plus grande taille que les autres, de même qu'elles ont plus facilement accès à d'autres sources de financement. Cette combinaison de caractéristiques propres aux entreprises performantes rend difficile l'évaluation du rôle précis joué par la productivité dans l'allocation des crédits bancaires. Une approche descriptive, telle que celle menée à la section 2.1, peut conduire à attribuer erronément à ce facteur un effet qui est en réalité induit par les autres caractéristiques de ces firmes, comme leur taille ou leur rentabilité.

Pour pallier cette limite inhérente à l'analyse descriptive, nous recourons à une approche multivariée, décrite dans l'encadré. Cette méthode présente l'avantage d'identifier avec précision le lien entre les nouveaux crédits⁽¹⁾ et chaque facteur considéré isolément. En outre, nous nous focalisons sur les déterminants de l'obtention d'un crédit plutôt que sur l'ampleur des montants concernés. Celle-ci est en effet essentiellement influencée par l'importance des besoins de financement. Dans le cadre de notre analyse, nous ne cherchons toutefois pas à établir si les firmes reçoivent les montants appropriés de crédits, mais bien à dresser des « portraits-robots » des entreprises qui obtiennent un crédit bancaire et de celles à qui il est refusé.

Intéressons-nous pour commencer aux résultats obtenus pour la productivité. La probabilité prédite⁽²⁾ d'un nouveau crédit est de 19 % pour les firmes du premier quintile de productivité et de respectivement 21, 22, 22 et 20 % pour celles des quintiles suivants (cf. panneau supérieur gauche du graphique 3). Exprimées en pourcentage de variation lorsqu'on prend comme point de référence la probabilité prédite pour le premier quintile, les probabilités d'un nouveau crédit pour les quintiles suivants lui sont supérieures de respectivement 11, 16, 15 et 5 %.

Ce résultat nous amène à épingler deux éléments. D'une part, les banques tiennent compte des performances économiques des entreprises lorsqu'il s'agit de leur octroyer des prêts. Les firmes les moins performantes éprouvent en effet des difficultés pour obtenir un crédit

- (1) Les nouveaux crédits regroupent les nouvelles relations prêteur-emprunteur entre une banque et une entreprise et les extensions de prêts existants.
- (2) La probabilité prédite moyenne fournit la réponse moyenne de l'ensemble de l'échantillon si la productivité de toutes les firmes prend une valeur donnée (successivement le niveau moyen du premier quintile, du deuxième quintile, etc.), tout en maintenant inchangées toutes les autres caractéristiques des firmes. La probabilité prédite présente le grand avantage de ne pas être entachée par des corrélations entre les caractéristiques.

Encadré – Méthodologie

Afin de déterminer les caractéristiques des firmes qui se voient octroyer des crédits, nous avons couplé les données de la Centrale des bilans avec celles de la Centrale des crédits aux entreprises. Les premières fournissent des informations sur les caractéristiques de chaque firme, tels l'emploi, le stock de capital, la valeur ajoutée, le secteur d'activité, etc. Elles permettent également d'estimer la PTF. Les secondes renseignent les montants des crédits alloués, par banque et par entreprise emprunteuse. Par « crédits », nous entendons ici les formes de prêts que les banques accordent habituellement aux entreprises pour satisfaire des besoins de financement à long terme, soit essentiellement les prêts à échéance fixe et les prêts à tempérament⁽¹⁾. Notre échantillon de données couvre la période 2005-2015.

L'approche économétrique retenue se fonde sur une régression de type « probit » qui mesure l'impact de chaque facteur sur une variable binaire qui vaut 1 en cas de nouveau crédit bancaire et 0 dans les autres cas. Parmi les facteurs explicatifs, nous avons inclus la productivité, la rentabilité, la solvabilité⁽²⁾, les besoins de liquidités⁽³⁾, la taille, l'âge, le secteur d'activité, la forme juridique, le fait d'investir ou non, le fait de faire ou non partie d'un groupe⁽⁴⁾, ainsi que les effets conjoncturels ou induits par l'évolution du cadre macrofinancier, qui sont capturés par des variables binaires annuelles. Pour prévenir les risques d'endogénéité, notre modèle « probit » lie les nouveaux crédits éventuellement obtenus au cours d'un exercice comptable donné aux caractéristiques des firmes telles qu'elles étaient observées lors de la clôture des comptes annuels de l'année précédente⁽⁵⁾. Les résultats de cette régression figurent en annexe, au tableau A.1.

Pour chaque variable, comme par exemple la productivité, le modèle « probit » permet d'estimer une probabilité prédite. Celle-ci fournit une réponse moyenne, calculée sur l'ensemble de l'échantillon, pour différentes valeurs données de la variable concernée, tout en maintenant inchangées les autres variables. La probabilité prédite présente le grand avantage de ne pas être entachée par d'éventuelles corrélations entre les différentes variables explicatives. L'échantillon comportant près de 100 000 observations, nos estimations pour chaque facteur considéré de façon indépendante sont robustes.

Outre l'approche binaire, nous avons également réalisé un exercice portant sur les montants de crédits autorisés, dont les résultats sont également repris dans le tableau A.1. Il en ressort que les variables qui déterminent si une firme détient ou non un crédit affectent également les montants autorisés. Globalement, les résultats de cet exercice sont fort similaires à ceux qui découlent de l'approche binaire. C'est pourquoi nous ne commentons dans le présent article que les résultats issus de cette dernière.

(1) Cette définition exclut les facilités de crédit à court terme. Celles-ci sont toutefois prises en compte dans la troisième partie de cet article.

(2) Part des capitaux propres dans le total du bilan.

(3) Les besoins de liquidités sont évalués sur la base de la différence entre les besoins en fonds de roulement et le fonds de roulement. On considère qu'une firme peut éprouver un besoin de liquidités dès lors que cette différence est positive.

(4) Le groupe peut être purement domestique, international avec une maison mère belge ou international avec une maison mère étrangère.

(5) L'objectif est ici de déterminer l'influence de chaque facteur sur les crédits bancaires, et non l'inverse. Or, les crédits bancaires affectent directement certains facteurs, comme la solvabilité par exemple. En effet, ils réduisent mécaniquement la part des capitaux propres dans le total du bilan. Pour limiter l'influence des crédits bancaires sur la solvabilité, on considère les crédits bancaires alloués durant l'année t en fonction de la solvabilité en $t-1$.

bancaire. L'allocation des crédits est toutefois peu sensible à la productivité. La probabilité prédite d'obtenir un nouveau crédit est pratiquement identique pour les deuxième, troisième et quatrième quintiles de productivité. D'autre part, le fait que la probabilité soit plus faible pour le dernier quintile indique que l'accès aux nouveaux crédits est relativement limité pour les entreprises les plus productives. Même si nous contrôlons un certain nombre de facteurs de demande, comme l'appartenance de la

firme à un groupe ou sa forme juridique (et donc sa possibilité d'éventuellement recourir à du financement par actions, par exemple dans le cas des sociétés anonymes), nous ne sommes pas en mesure d'être exhaustifs. Nous ne pouvons ainsi pas mesurer le degré de facilité avec lequel une firme peut se tourner vers certaines formes de financement alternatif, comme le capital-risque. Le résultat pour les entreprises les plus performantes est donc difficile à interpréter. Dans l'ensemble, ces estimations

permettent toutefois de souligner le lien très ambigu entre les nouveaux crédits et le niveau de productivité des firmes.

L'exercice mené jusqu'à présent au niveau global peut également être décliné de manière individuelle pour chacune des quatre grandes banques commerciales actives en Belgique⁽¹⁾. On constate alors que la relation entre les nouveaux crédits et la productivité des firmes varie significativement d'une grande banque à l'autre. Pour les banques 1 et 2, le lien entre les nouveaux crédits octroyés et la productivité des entreprises est beaucoup plus marqué. Ainsi, pour la banque 2, les firmes des quatrième et cinquième quintiles de productivité ont respectivement 37 et 25 % de chances supplémentaires de se voir attribuer un nouveau crédit par rapport à celles du premier quintile. En revanche, les banques 3 et 4 sont bien moins sensibles à la productivité. Pour la banque 4, la probabilité prédite des entreprises du quatrième quintile n'est accrue que de 9 %, tandis que les entreprises les plus productives ont moins de chances d'obtenir un nouveau crédit que les firmes les moins performantes.

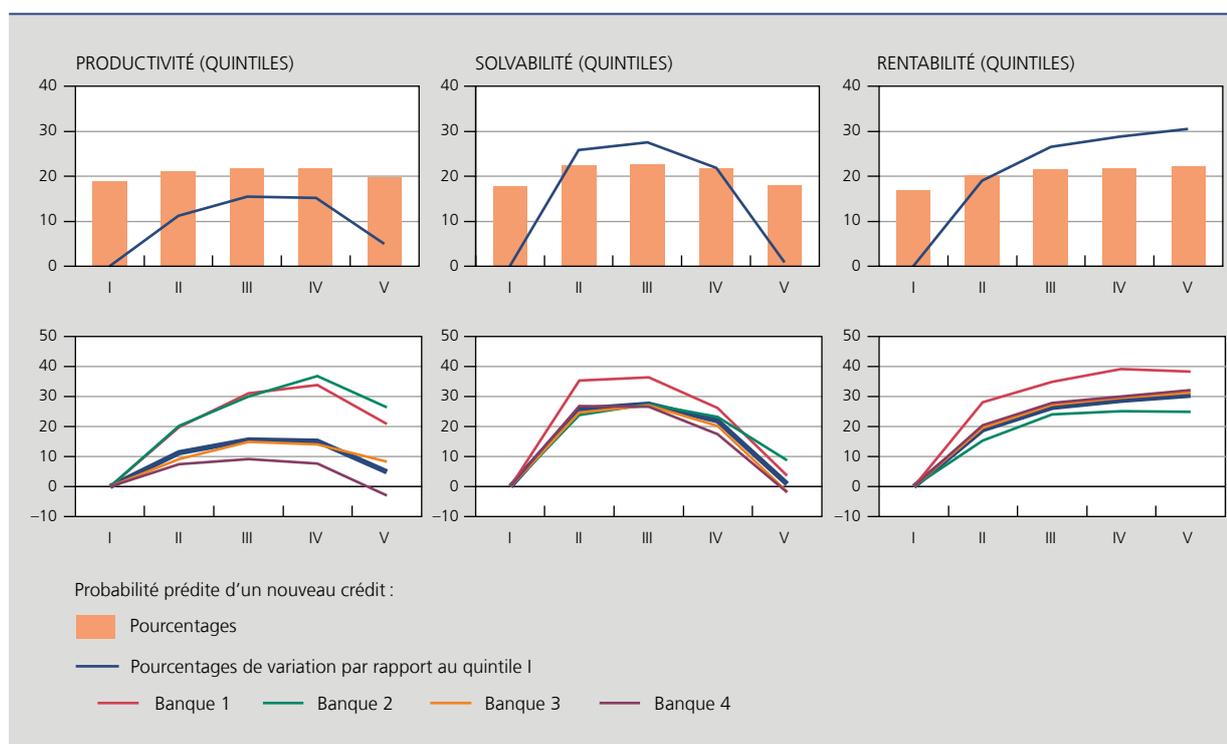
(1) Pour des raisons de confidentialité, les quatre grandes banques ne sont pas identifiées et se sont vues attribuer, de façon aléatoire, un chiffre allant de 1 à 4.

La solvabilité et la rentabilité

Un exercice similaire à celui mené sur la productivité peut être réalisé pour la solvabilité et pour la rentabilité, deux éléments que les banques prennent généralement en compte lorsqu'elles évaluent les risques de défaut, notamment par le biais de leurs modèles internes.

La relation entre la solvabilité des firmes, c'est-à-dire la part des capitaux propres - en ce compris les réserves et les bénéfices réinvestis - dans le total de leurs bilans, et la probabilité prédite d'un nouveau crédit est non linéaire. Comme l'indique le panneau au centre du graphique 3, elle prend la forme d'un « U » inversé. La probabilité est moindre à la fois pour les entreprises les moins solvables et pour les plus solvables. Le premier résultat tient naturellement au manque de confiance des établissements de crédit vis-à-vis des entreprises affichant un niveau d'endettement excessif par rapport à leurs capitaux propres et/ou une accumulation de pertes reportées. Le second résultat relève vraisemblablement d'un effet de demande. Les firmes plus fortement capitalisées ou qui ont accumulé des réserves substantielles alimentées au fil des ans sont en effet les plus à même de s'auto-financer, en substituant leurs liquidités disponibles aux crédits bancaires.

GRAPHIQUE 3 LES LIENS ENTRE LA PRODUCTIVITÉ, LA SOLVABILITÉ, LA RENTABILITÉ ET LES NOUVEAUX CRÉDITS
(estimations pour la période 2006-2015)



Source : BNB.

Le résultat concernant la rentabilité - que nous mesurons par le ratio de rentabilité nette du total des actifs avant impôts et charges de dettes - est quant à lui univoque. Les entreprises les plus rentables affichent des probabilités d'obtention d'un nouveau crédit nettement supérieures. L'interprétation de cette relation est assez intuitive; des résultats d'exploitation suffisamment élevés fournissent un très bon signal aux banques car ils sont un gage de la capacité d'une firme d'assurer le service de ses dettes.

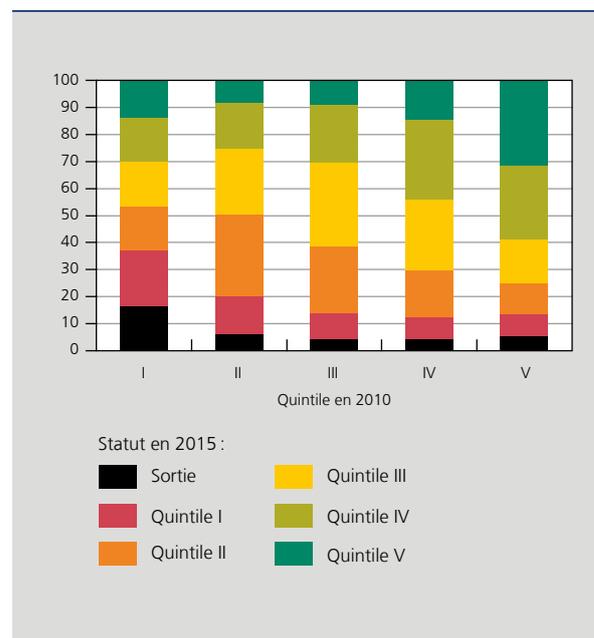
La sensibilité des nouveaux crédits à la solvabilité ou à la rentabilité varie d'une grande banque à l'autre, mais dans une mesure bien moindre que pour la productivité (cf. panneaux du bas au centre et à droite du graphique 3). La sensibilité des banques 3 et 4 est identique à celle qui prévaut en moyenne pour toutes les banques. Il est intéressant de remarquer que la relation entre les nouveaux crédits et la rentabilité est la plus forte pour la banque 1, qui est déjà très sensible à la productivité.

De manière générale, l'importance que les établissements de crédit accordent aux ratios comptables relatifs à la santé financière des emprunteurs part notamment du principe que ces derniers constituent de bons prédictors de la pérennité des firmes et de l'aptitude future de celles-ci à honorer leurs engagements financiers. En effet, 16 % des entreprises du premier quintile de rentabilité en 2010 avaient cessé leurs activités ou avaient été déclarées en faillite cinq ans plus tard⁽¹⁾, alors que cette proportion tombe à seulement 5 % pour les entreprises les plus rentables (cf. graphique 4).

Si des ratios défavorables traduisent bel et bien un risque de défaut à un moment donné, ce risque peut toutefois évoluer au fil du temps, et l'appréciation qui en est faite peut dès lors être entachée d'incertitudes. Les bénéfices dégagés par une firme au cours d'un exercice comptable ne sont pas forcément représentatifs de ses profits futurs. On peut ainsi observer que seules 21 % des entreprises faisant partie du premier quintile de rentabilité en 2010 y sont demeurées en 2015, tandis que 14 % sont passées dans le cinquième quintile.

À titre de comparaison, les autres indicateurs étudiés, et notamment la productivité, ne révèlent pas une telle instabilité dans le temps (cf. graphique 5). Ces résultats pointent qu'un indicateur discriminant pour l'octroi de

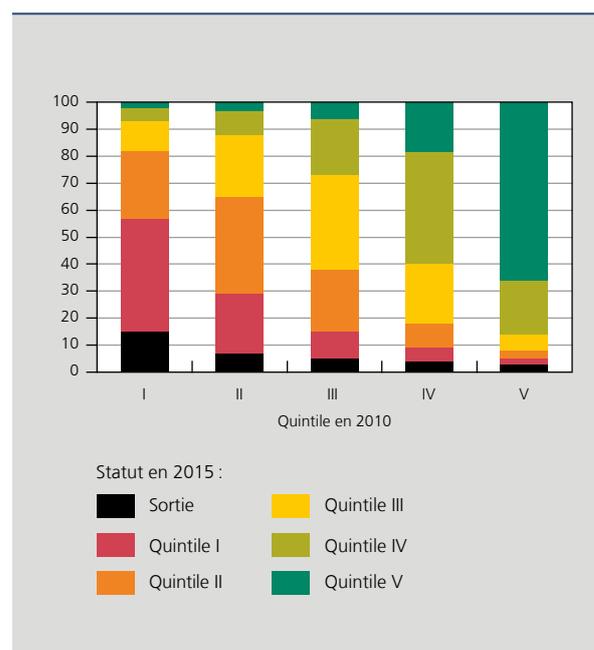
GRAPHIQUE 4 MOUVEMENTS DES FIRMES AU SEIN DE LA DISTRIBUTION DE RENTABILITÉ ⁽¹⁾
(pourcentages)



Source: BNB.

(1) Mesurée sur la base du ratio de rentabilité nette des actifs avant impôts et charge des dettes.

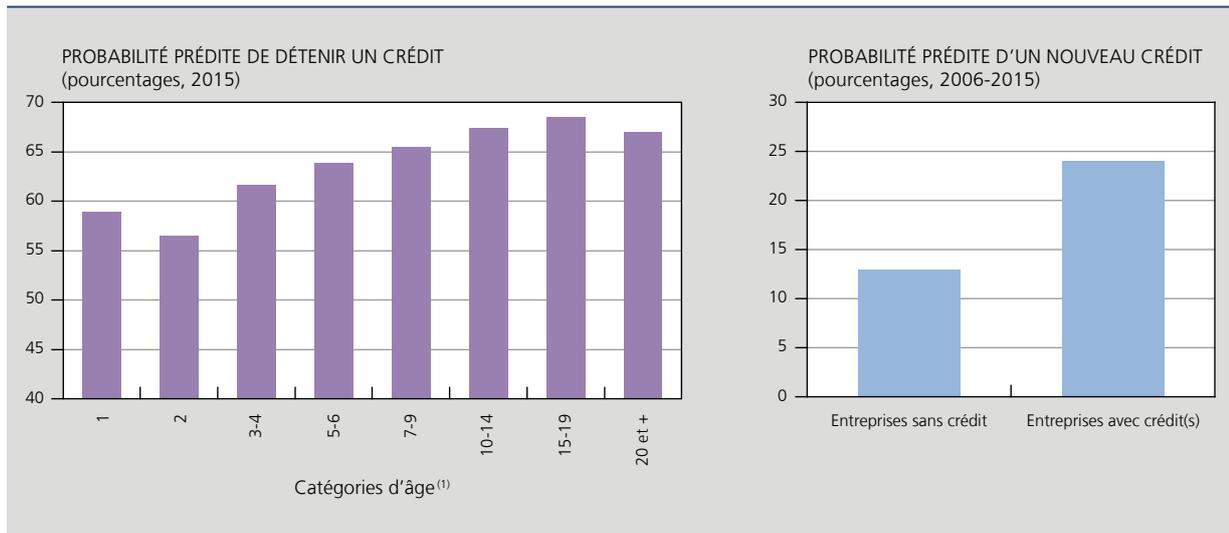
GRAPHIQUE 5 MOUVEMENTS DES FIRMES AU SEIN DE LA DISTRIBUTION DE PRODUCTIVITÉ
(pourcentages)



Source: BNB.

(1) Ce taux de sortie ne prend pas en compte les disparitions à la suite d'opérations de fusion ou d'acquisition.

GRAPHIQUE 6 DIFFICULTÉ D'OBTENIR UN PREMIER CRÉDIT BANCAIRE



Source : BNB.

(1) Nombre d'années écoulées depuis la création de la firme.

crédits, en l'occurrence la rentabilité, est relativement instable dans le temps.

L'âge de la firme

L'âge de la firme n'est pas sans exercer d'influence sur la probabilité de détenir des crédits bancaires. Parmi la population des entreprises qui détenaient un crédit bancaire en 2015, on retrouve une plus grande proportion de firmes âgées (cf. panneau de gauche du graphique 6). Les jeunes entreprises semblent dès lors éprouver certaines difficultés pour obtenir un crédit bancaire. Ce constat est renforcé par la difficulté manifeste de se voir attribuer un premier crédit (cf. panneau de droite du graphique 6). Par rapport aux firmes qui n'ont pas encore contracté de crédit, celles qui en ont déjà au moins un ont deux fois plus de chances de pouvoir en contracter un nouveau ou d'obtenir une extension d'un crédit existant.

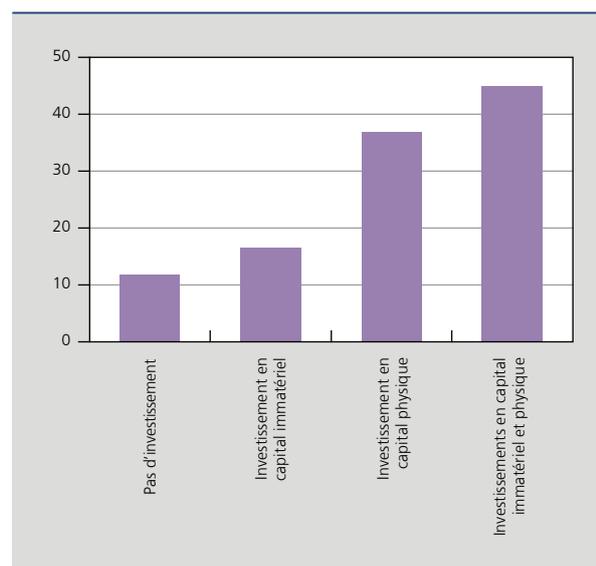
L'investissement

Les crédits bancaires servent naturellement à satisfaire des besoins de financement. Ils sont davantage alloués à des entreprises qui réalisent des investissements. La probabilité prédite d'obtenir un nouveau crédit est de seulement 12 % lorsque la firme n'investit pas, alors qu'elle est largement supérieure lorsque la firme investit (cf. graphique 7). On observe toutefois une grande différence en fonction du type d'investissement.

La probabilité prédite augmente sensiblement en cas d'investissement en capital physique: elle passe à 37 %, voire à 45 % en cas d'investissements simultanés en capital physique et en capital immatériel. En revanche,

GRAPHIQUE 7 LES CRÉDITS FINANCENT SURTOUT LES INVESTISSEMENTS EN CAPITAL PHYSIQUE, MOINS CEUX EN CAPITAL IMMATÉRIEL

(probabilité prédite d'un nouveau crédit en pourcentage, estimations pour la période 2006-2015)



Source : BNB.

investir uniquement en capital immatériel a beaucoup moins d'influence sur la probabilité d'obtenir un nouveau crédit, puisque celle-ci n'atteint que 17%. Ce résultat tient vraisemblablement au fait que, contrairement aux investissements en capital physique, ceux en capital immatériel peuvent rarement être utilisés comme garanties auprès des banques.

3. Crédits bancaires et pérennité des firmes

Le lien entre les crédits et les investissements des entreprises renvoie au rôle essentiel que joue le système bancaire dans le développement économique. En octroyant des prêts aux firmes, les banques leur permettent notamment de mettre en place les capacités de production nécessaires à la mise en œuvre de leurs projets. Outre le financement des investissements, les crédits bancaires peuvent aussi couvrir des besoins en fonds de roulement. Les entreprises doivent en effet disposer de réserves de liquidités suffisantes pour assurer leur fonctionnement au jour le jour, notamment en versant les salaires ou en payant les factures des fournisseurs. Sans ces liquidités, les firmes courent le risque de se retrouver en cessation de paiement.

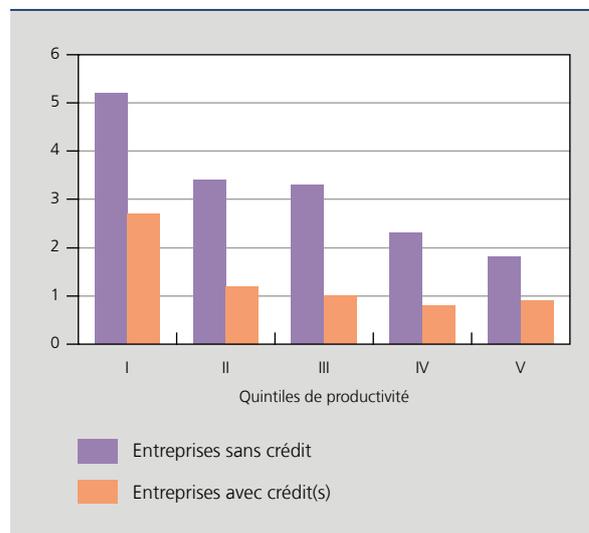
Les crédits bancaires peuvent donc contribuer à la viabilité et à la pérennité des entreprises. Comme l'illustre le graphique 8, les firmes qui ont obtenu un crédit courent moins de risques de cesser leurs activités que celles qui n'ont pas bénéficié de cette source de financement, et ce quel que soit leur niveau de productivité. Cela souligne que, même pour les entreprises les plus performantes, le fait de disposer d'un prêt bancaire – et, plus généralement, de sources de financement à long terme – s'avère être un facteur de survie crucial.

Certes, le lien de causalité entre l'obtention d'un crédit et la probabilité de survie d'une firme n'est pas à sens unique. Des entreprises productives peuvent se voir refuser un crédit parce qu'elles présentent des caractéristiques annonciatrices d'une défaillance prochaine, telle une faible rentabilité. Toutefois, l'effet favorable qu'exerce le financement bancaire sur la pérennité des firmes est statistiquement significatif, même quand on l'isole de l'influence d'autres facteurs susceptibles d'affecter leur survie.

Nos estimations⁽¹⁾, présentées au tableau A.2 en annexe, confirment effectivement que, toutes autres choses étant égales par ailleurs, les crédits bancaires sont systématiquement associés à une plus grande probabilité de survie. Cet effet est d'autant plus important pour les entreprises les plus productives, ce qui suggère que les crédits bancaires déterminent, en moyenne, plus largement leurs chances

GRAPHIQUE 8 TAUX DE SORTIE DES ENTREPRISES SUIVANT LEUR NIVEAU DE PRODUCTIVITÉ

(pourcentages des entreprises actives en 2012 ayant cessé leurs activités ou étant tombées en faillite au cours des trois années suivantes)



Source : BNB.

de survie que celles des firmes les moins productives. En revanche, les facilités de crédit à court terme ne sont pas associées à des chances de survie plus élevées. Elles influent même significativement sur la probabilité de sortie des entreprises les moins performantes, reflétant, pour ces dernières, un risque de faillite lié à un degré d'endettement à court terme trop lourd⁽²⁾.

Conclusion

Les crédits bancaires constituent souvent un élément crucial de la réussite des projets menés par les entreprises. Ils permettent à celles-ci, notamment aux plus performantes, de disposer d'un socle de financement suffisamment solide pour assurer leur développement. Ce faisant, les banques contribuent de façon significative à la croissance économique et à la création d'emplois.

Les résultats présentés dans cet article suggèrent néanmoins que les firmes les plus productives concentrent

(1) Ces estimations se fondent sur un modèle à choix discret où, parmi les variables explicatives prises en compte, on retrouve les montants des crédits bancaires, dont le périmètre est défini de la même façon que dans la partie précédente, c'est-à-dire en y incluant les types de prêts habituellement utilisés pour le financement à long terme. Sont également inclus dans la spécification, par le biais d'une variable additionnelle, les prêts obtenus au moyen d'instruments à court terme, tels les découverts autorisés sur les comptes bancaires. Les effets respectifs de ces deux catégories de prêts sur la probabilité de sortie d'une firme ont été estimés sur la base d'un modèle de type « log-log complémentaire » (cf. Tsoukas, 2011), en les expurgeant des effets d'une série de variables de contrôle.

(2) C'est d'ailleurs la raison pour laquelle ces instruments de crédit à court terme n'ont pas été intégrés dans l'analyse présentée dans la deuxième partie.

une proportion de crédits bancaires moindre qu'attendu au vu de leur poids dans l'économie. Cela tient en partie au fait que les entreprises les plus performantes bénéficient dans une plus large mesure de sources de financement alternatives, comme le financement intragroupe, et qu'elles ne recourent dès lors pas systématiquement au crédit bancaire pour financer leurs projets. Toutefois, notre analyse pointe certains facteurs qui peuvent entraver l'acheminement des fonds gérés par les banques vers les entreprises les plus productives. Plus particulièrement, un profil de risque élevé rend difficile l'accès au crédit bancaire, et ce même si le mode de production d'une firme ou son positionnement sur le marché lui permettent d'être performante, ou lui confèrent le potentiel pour le devenir.

À cet égard, les différents déterminants de l'octroi de crédits mis en évidence dans cet article permettent de dresser un « portrait-robot » de l'entreprise performante, mais néanmoins susceptible de rencontrer des difficultés pour obtenir un prêt. Il s'agit typiquement d'une firme nouvellement créée qui ne fait pas partie d'un groupe. Celle-ci n'est pas encore en mesure d'apporter des gages convaincants de la viabilité de son projet sur la base de ses premiers résultats comptables, même si ceux-ci peuvent évoluer favorablement au cours des années suivantes. Elle n'a, a fortiori, pas non plus d'historique bancaire démontrant sa capacité d'honorer ses dettes. De plus, lorsque son projet repose principalement sur l'exploitation d'actifs

immatériels, comme par exemple un brevet, elle n'offre aux banques que peu de garanties tangibles au moment où elle sollicite un prêt.

Cette attitude des banques vis-à-vis du risque est justifiée au regard de la stabilité financière. Elle est même encouragée par la réglementation prudentielle, qui impose aux banques des exigences de capitalisation proportionnelles au caractère risqué des composantes de l'actif de leurs bilans, en ce compris les crédits aux entreprises. Cela étant, le fait que certaines jeunes entreprises à haut potentiel puissent se voir limiter l'accès au financement bancaire en raison des incertitudes qui entachent leur viabilité souligne l'intérêt des financements alternatifs, en particulier le financement par capital-risque.

En renforçant les capitaux propres investis par les entrepreneurs, le financement par capital-risque permet aux firmes débutantes de disposer d'un coussin de fonds propres suffisant pour absorber les pertes éventuelles encourues durant leur phase de démarrage. Des initiatives ont récemment été prises en Belgique, y compris au niveau régional, pour promouvoir ou encadrer ce mode de financement⁽¹⁾. Au travers de son projet d'union des marchés de capitaux, la Commission européenne envisage aussi de prendre un certain nombre de mesures à cette fin. Si elles permettent effectivement de canaliser les fonds vers les projets entrepreneuriaux les plus générateurs de valeur ajoutée, ces initiatives sont certainement pertinentes.

(1) Il s'agit notamment du « tax shelter », qui consiste en un incitant fiscal accordé aux particuliers qui investissent dans de jeunes entreprises, et de la mise en place d'un cadre réglementaire taillé sur mesure pour les plates-formes de crowdfunding, qui vise notamment à contrôler les qualités professionnelles des gestionnaires de ces plates-formes et à protéger les investisseurs. Ces règles d'agrément ont été définies dans la loi du 18 décembre 2016. Il existe par ailleurs des initiatives de financement public au niveau régional. On peut citer notamment le « Seed & Early Stage » en Flandre, les aides à l'investissement à Bruxelles et les actions prises par la SOWALFIN et par la SRIW en Wallonie.

Annexes

TABLEAU A.1 PROBABILITÉ D'UN NOUVEAU CRÉDIT ET MONTANTS AUTORISÉS

(données pour la période 2006-2015)

Variables explicatives	Approche binaire (crédit = 1, pas de crédit = 0)		Montants autorisés
	(probabilité prédite)	(effet marginal moyen ⁽¹⁾)	(effet marginal)
Productivité (PTF) en $t-1$			
Quintile I	18,9***	–	–
Quintile II	21,0***	11,2***	1,1***
Quintile III	21,9***	15,5***	1,5***
Quintile IV	21,8***	15,3***	1,4***
Quintile V	19,9***	5,0	0,5
Rentabilité en $t-1$			
Quintile I	17,0***	–	–
Quintile II	20,2***	19,1***	1,8***
Quintile III	21,5***	26,5***	2,4***
Quintile IV	21,9***	28,8***	2,6***
Quintile V	22,2***	30,5***	2,7***
Solvabilité en $t-1$			
Quintile I	17,8***	–	–
Quintile II	22,4***	25,8***	2,3***
Quintile III	22,8***	27,6***	2,4***
Quintile IV	21,8***	22,0***	1,9***
Quintile V	18,0***	0,9	-0,1
Investissement⁽²⁾			
Aucun	11,9***	–	–
En capital physique	37,0***	209,6***	1,2***
En capital immatériel	16,6***	39,0***	0,3***
En capital physique et immatériel	45,0***	276,6***	–
Classe de taille (nombre d'employés)			
0	18,4***	–	–
1-9	20,4***	10,9***	1,1***
10-49	23,1***	25,8***	2,2***
50-249	19,0***	3,6	-0,4
250 et plus	13,6***	-25,9***	-4,9***
Classe d'âge (nombre d'années)			
1 an	25,8***	–	–
2 ans	22,8***	-11,6***	-1,4***
3-4 ans	22,0***	-14,8***	-1,9***
5-6 ans	21,1***	-18,0***	-2,4***
7-9 ans	21,1***	-18,1***	-2,4***
10-14 ans	21,0***	-18,4***	-2,4***
15-19 ans	20,9***	-18,9***	-2,4***
20 ans et plus	20,1***	-22,1***	-2,9***
Dispose déjà d'un crédit ?			
Non	12,9***	–	–
Oui	24,0***	86,2***	5,9***
Besoins de liquidités en $t-1$⁽³⁾			
Non	19,2***	–	–
Oui	23,1***	20,4***	2,0***
Appartient à un groupe			
Non	21,2***	–	–
Oui	19,5***	-8,0***	-0,8***
Effets fixes: branche d'activité (NACE à 2 chiffres)			
Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes: forme juridique			
Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes: années			
Oui	Oui	Oui	Oui
Nombre d'observations	942 496	942 496	942 496

Source: BNB.

(1) L'effet marginal moyen correspond à la variation (pourcentages) de la probabilité d'un nouveau crédit par rapport au groupe de référence.

(2) Pour l'approche binaire (cf. les deux premières colonnes), l'investissement est une variable binaire qui prend la valeur 1 en cas d'investissement et 0 dans les autres cas. Pour l'approche par les montants autorisés (cf. la dernière colonne), l'investissement est un montant exprimé en logarithme.

(3) Les besoins de liquidités sont évalués sur la base de la différence entre les besoins en fonds de roulement et le fonds de roulement. On considère qu'une firme peut éprouver un besoin de liquidités dès lors que cette différence est positive.

* significatif à un niveau de 10 % ; ** significatif à un niveau de 5 % ; *** significatif à un niveau de 1 %.

TABLEAU A.2 DÉTERMINANTS DE LA PROBABILITÉ DE SORTIE D'UNE ENTREPRISE(effets marginaux⁽¹⁾ estimés au moyen d'un modèle «log-log complémentaire», données pour la période 2006-2015)

Variables explicatives	Quintiles de productivité				
	I	II	III	IV	V
Crédits utilisés (en pourcentage du total du bilan)	-0,58***	-1,26***	-2,40***	-2,42***	-3,61***
Lignes de crédit utilisées (en pourcentage du total du bilan)	0,26**	-0,40	-0,22	-1,00*	-0,19
Emploi en équivalents temps plein (logarithme)	-0,08***	-0,18***	-0,17***	-0,24***	-0,21***
Actifs immobilisés non financiers (logarithme)	-0,16***	-0,23***	-0,27***	-0,27***	-0,25***
Rentabilité nette avant impôts et charges des dettes (en pourcentage du total du bilan)	-0,92***	-1,14***	-0,47***	-0,36**	-0,07
Appartenance à un groupe	-0,04	-0,33***	-0,32***	-0,36***	-0,50***
Classe d'âge (base: 10-14 ans)					
moins d'un an	-0,32	-0,27	0,04	-0,53	-0,13
1 an	0,22**	-0,21	-0,27	-0,75**	-0,13
2 ans	0,15**	0,60	-0,05	-0,31***	-0,26
3-4 ans	0,16***	0,08	-0,19	-0,34***	-0,25
5-6 ans	0,14**	-0,34	-0,10	-0,54***	-0,05
7-9 ans	0,18***	-0,25	0,00	-0,28***	-0,14
15-19 ans	0,17***	0,17**	0,26***	-0,06	-0,06
20 ans et plus	0,43***	0,37***	0,32***	0,02	-0,13
Effets fixes: années	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Nombre d'observations	184 024	185 732	185 878	185 515	183 076

Source : BNB.

(1) Un effet marginal correspond à la variation d'une unité d'une variable explicative sur le logarithme de la probabilité de sortie.

* significatif à un niveau de 10% ; ** significatif à un niveau de 5% ; *** significatif à un niveau de 1%.

Bibliographie

Adler G., R. Duval, D. Furceri, S. K. Çelik, K. Koloskova et M. Poplawski-Ribeiro (2017), *Gone with the Headwinds: Global Productivity*, IMF Staff discussion note 17/04.

Besley T., I. Roland et J. Van Reenen (2017), *Credit Market Frictions and the Productivity Slowdown*, mimeo.

Duval R., G.H. Hong et Y. Timmer (2017), *Financial frictions and the great productivity slowdown*, IMF Working Paper 17/129.

McGowan M. A., D. Andrews et V. Millot (2017), *The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries*, OECD Economics Department Working Paper 2017/4.

Tsoukas S. (2011), « Firm survival and financial development: Evidence from a panel of emerging Asian economies », *Journal of Banking & Finance*, 35, 1736-1752.

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

La politique de taux négatif dans la zone euro et l'offre de prêts bancaires

M. de Sola Perea
M. Kasongo Kashama

Introduction

À compter de l'été de 2014, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) s'est attelé à prendre une série de mesures destinées à assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire face au recul de l'inflation. Parmi ces décisions, les plus emblématiques ont consisté en l'abaissement graduel – jusqu'à le conduire en territoire négatif – du taux de la facilité de dépôt, soit le taux directeur de référence des marchés de la zone euro dans un contexte de liquidités abondantes. Alors qu'il campait à 0 % depuis juillet 2012, celui-ci a ainsi été ramené à -0,1 % en juin 2014, avant de tomber à -0,2 % en septembre 2014, d'être réduit à -0,3 % en décembre 2015, pour finalement s'établir à un étiage de -0,4 % en mars 2016.

Synonyme de plongée en terrain inconnu, la « politique de taux négatif » de la BCE n'a eu de cesse de susciter interrogations et critiques de la part des commentateurs. L'objet de cet article n'est toutefois pas de revenir de manière exhaustive sur celles-ci, ce qui consisterait à aborder tant les distorsions présumées au niveau de la transmission de cette politique que ses effets indésirables possibles sur le plan de la stabilité financière. L'article apporte plutôt un

éclairage spécifique sur plus de trois années d'expérience de taux négatif dans la zone euro en se concentrant sur un seul pan de la transmission, à savoir le canal des prêts bancaires. Ce dernier suppose qu'un choc de politique monétaire produise ses effets en affectant la capacité de prêter des banques⁽¹⁾.

En adoptant un tel angle, l'article s'attache essentiellement à comprendre en quoi une politique de taux inférieur à zéro peut revêtir un caractère spécial du point de vue des banques. Il examine ainsi de plus près l'argument selon lequel le taux négatif aurait un impact défavorable sur la rentabilité des banques et, partant, sur leur capacité d'octroyer de nouveaux prêts. Le point de vue adopté est particulièrement intéressant dans le cas de la zone euro puisque les banques jouent un rôle prépondérant dans le financement de son économie réelle⁽²⁾. En outre, la pertinence de cette analyse ressort clairement des derniers tests de résistance menés par la BCE, qui sondaient l'effet sur la rentabilité des banques de différents scénarios concernant la courbe des rendements (ECB, 2017b).

L'article se décline en cinq parties. La première vise à contextualiser la décision prise par le Conseil des gouverneurs de conduire le taux de la facilité de dépôt en territoire négatif à partir de l'été de 2014. Outre le fait qu'une telle pratique de politique monétaire ne constitue depuis quelques années pas une exception dans les économies avancées, cette partie explique que, dans la zone euro, celle-ci s'est véritablement intégrée à une stratégie globale visant à contrer le repli de l'inflation en s'appuyant sur le levier du taux d'intérêt réel.

(1) Selon ce canal, aussi appelé « canal du bilan de la banque », c'est en influant sur la valeur nette (c'est-à-dire les fonds propres) des banques que la politique monétaire affecte leur capacité de prêter (cf. Bernanke et Gertler, 1995).

(2) Bien que le phénomène de la désintermédiation bancaire se soit quelque peu accéléré depuis la crise financière globale, près de 50 % du financement des entreprises de la zone euro restent issus des banques, tandis que les 50 % restants proviennent des marchés financiers. On reste donc bien loin de la structure du système financier américain, où les entreprises se financent principalement (à hauteur de 75 %) au travers des marchés financiers, tandis que les 25 % restants sont fournis par les banques (ECB, 2016a).

La deuxième partie revient d'abord brièvement sur la bonne transmission du taux négatif aux taux des marchés financiers de la zone euro où opèrent les investisseurs institutionnels. Elle prête ensuite une attention particulière au fait que les taux rémunérant les dépôts de la clientèle de détail ont été les seuls à montrer une certaine résistance à diminuer davantage à un moment donné. Aussi, la suite de cette partie s'attache à comprendre plus précisément pourquoi cette rigidité est présente, recourant pour ce faire entre autres au concept de « borne inférieure physique des taux nominaux ».

Partant du constat d'une certaine rigidité à la baisse des taux des dépôts de détail, la troisième partie analyse dans quelle mesure cela affecte, d'un point de vue conceptuel, la transmission de la politique de taux négatif par le biais du canal du prêt bancaire. Cet examen fait apparaître que le taux négatif peut en venir à contraindre une banque dans sa capacité de prêter davantage à l'économie. Cette contrainte s'explique notamment par des pressions baissières sur sa marge nette d'intérêts. La borne de taux à partir de laquelle des banques vont freiner l'octroi de prêts sera appelée « borne inférieure économique des taux nominaux ».

La quatrième partie s'attache à étudier comment les caractéristiques des banques influencent le niveau de la borne inférieure économique des taux nominaux, en s'appuyant sur des données propres à la zone euro. L'idée est de montrer qu'en pratique, certaines spécificités des banques vont accentuer (ou, au contraire, compenser) les possibles effets récessifs de la politique de taux négatif.

Enfin, la dernière partie s'attelle à offrir une perspective plus globale sur l'effet de l'ensemble des mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs depuis l'été de 2014 sur la capacité de prêter des banques de la zone euro. Il y est notamment montré comment les autres mesures de politique monétaire, en complément et en interagissant avec la politique de taux négatif, peuvent pallier l'incidence potentiellement défavorable de cette dernière sur la rentabilité des banques et, partant, sur la dynamique d'octroi de prêts. Au regard de l'évolution positive de la dynamique des prêts, de la faiblesse des taux appliqués à ceux-ci ou encore de l'assouplissement continu des critères d'octroi qui y sont liés, il semble que la combinaison de mesures a permis d'assurer une transmission sans heurt par les banques dans la zone euro.

(1) L'objectif de cette partie est de faire le point sur les politiques de taux négatif mises en œuvre ces dernières années au sein des économies avancées. Pour une description plus détaillée de chacune de ces politiques, cf. notamment Bech et Malkhozov (2016), Jobst et Lin (2016) ou IMF (2017).

(2) Parmi les pays évoqués, la Suède est le seul où le taux de dépôt (négatif) de la banque centrale ne constitue pas son taux directeur effectif, c'est-à-dire le taux qui influence véritablement les conditions de financement au sein de l'économie. Cela dit, une politique de taux négatif y est d'application dans la mesure où le taux repo (taux auquel la banque centrale prête des fonds aux banques pour couvrir leurs besoins de liquidités), soit le taux directeur effectif pour ce pays, est également tombé sous zéro.

1. Mise en contexte de la politique de taux négatif de la zone euro

1.1 Les politiques de taux négatif dans les économies avancées depuis la crise⁽¹⁾

Une politique de taux négatif consiste à abaisser sous 0 % le taux directeur *effectif*, soit celui qui sert de référence pour fixer les taux pratiqués sur les marchés. Lorsqu'il est jugé nécessaire de rendre l'orientation de la politique monétaire encore plus accommodante alors que les limites « conventionnelles » de celle-ci ont déjà été atteintes, cette plongée sous zéro peut faire partie de la stratégie de la banque centrale. S'inscrivant en soi dans la continuité de la politique conventionnelle par les taux, elle s'emploie ainsi souvent conjointement avec des mesures non conventionnelles telles que les programmes d'achats d'actifs.

Bien que la pratique ait été mise en œuvre pour la première fois au Danemark (d'abord de juillet 2012 à avril 2014, puis à partir de septembre 2014), la BCE a fait figure de précurseur parmi les banques centrales d'une zone monétaire majeure en amorçant le mouvement dès l'été de 2014. À l'heure actuelle, il ne s'agit plus d'une politique marginale au sein des économies avancées – on parle en effet de près d'un quart du PIB mondial soumis au taux négatif, la Suisse, la Suède et le Japon ayant depuis lors emboîté le pas au Danemark et à la zone euro (respectivement à partir de janvier 2015, de février 2015 et de février 2016). La motivation sous-tendant le taux négatif est naturellement étroitement liée à l'objectif ultime des banques centrales concernées. Pour plusieurs économies, à savoir la zone euro, la Suède et le Japon, il s'agit donc d'atteindre la cible d'inflation. Dans les cas du Danemark et de la Suisse, la pratique vise toutefois plutôt directement un objectif de taux de change : elle doit contrer les pressions à l'appréciation exercées sur la devise nationale en décourageant les flux de capitaux entrant dans le pays.

En pratique, la politique de taux négatif s'est traduite, dans la majorité des économies évoquées, par l'application d'un taux de rémunération négatif aux dépôts des banques auprès de la banque centrale (hors éventuelles réserves obligatoires). Autrement dit, pour pouvoir entreposer leurs liquidités dites excédentaires auprès de la banque centrale, les banques doivent *payer* celle-ci. Ce taux de dépôt négatif fait en principe office de référence pour la fixation de l'ensemble des conditions de financement au sein de l'économie : cela s'explique car les juridictions en question se trouvent, à la suite des mesures exceptionnelles prises face la crise financière globale, dans un régime de liquidités abondantes⁽²⁾.

En impliquant le déboursement d'intérêts sur les liquidités parquées par les banques auprès de la banque centrale, un taux de dépôt négatif entraîne un coût brut direct pour celles-ci. C'est pourquoi il peut être associé à un régime d'exemption(s), une part des liquidités excédentaires des banques n'étant pas soumises au taux de rémunération négatif. C'est par exemple le cas au Danemark, en Suisse et au Japon⁽¹⁾. De telles exemptions ont pour but de réduire le coût brut direct de détention de liquidités pour les banques, tout en assurant une transmission appropriée du taux négatif aux marchés monétaires et financiers. Assurer ce double objectif peut requérir, en fonction du poids et de l'évolution projetée des liquidités excédentaires ainsi que de la distribution de celles-ci sur le marché interbancaire, des systèmes plus ou moins complexes comportant un aspect dynamique (autrement dit, la part des liquidités non soumises au taux négatif n'est pas statique). De tels régimes sont généralement jugés particulièrement attractifs lorsque le taux négatif est mis en œuvre en vue de défendre le taux de change de la devise du pays. S'ils sont calibrés de manière adéquate, ils permettent en effet dans une certaine mesure de protéger le secteur bancaire national du taux négatif. En ce sens, ils peuvent constituer une solution pour aller plus loin sur le plan de l'objectif du taux de change tout en évitant une pénalisation brute (perçue comme) excessive des banques domestiques.

1.2 Le cas de la zone euro : une politique intégrée pour lutter contre le recul de l'inflation

La BCE dispose de trois taux directeurs formant un corridor à l'intérieur duquel l'Eonia, c'est-à-dire le taux interbancaire au jour le jour dans la zone euro, varie. On distingue : (a) le taux (plancher) de la facilité de dépôt, qui permet aux banques de placer leurs liquidités excédentaires auprès de la banque centrale jusqu'au jour suivant ; (b) le taux (central) des opérations principales de refinancement ; et (c) le taux (plafond) de la facilité de prêt marginal, qui permet aux banques d'emprunter des liquidités au jour le jour auprès de la banque centrale. Aussi, la zone euro fait partie des économies pour lesquelles le déploiement des mesures de crise a fait basculer le cadre opérationnel de la politique monétaire. Celui-ci est passé d'un système de corridor – où les conditions de liquidité équilibrées assurent que l'Eonia s'établit à un niveau proche du taux directeur central – à un système de plancher – où l'abondance des liquidités au sein du système bancaire pousse l'Eonia vers le taux directeur plancher, qui devient ainsi le nouveau taux de référence des marchés⁽²⁾.

Dans de telles conditions, une politique de taux négatif dans la zone euro est d'application dès lors que le taux de

la facilité de dépôt – qui rémunère en pratique le surplus de liquidités dans son ensemble⁽³⁾ – est ramené sous 0 %. Avec quelque quatre réductions en territoire négatif du taux de la facilité de dépôt au cours des trois dernières années, le Conseil des gouverneurs a procédé graduellement sur ce plan. En juin 2014, le taux est ainsi revenu de 0 % (le niveau en vigueur depuis juillet 2012) à -0,1 %. Il a ensuite été fixé à -0,2 % en septembre 2014, avant de tomber à -0,3 % en décembre 2015 pour finalement s'établir à -0,4 % à compter de mars 2016.

Ce processus de plongée sous zéro a été intégré à une stratégie mise en œuvre pour éviter une période prolongée de faible inflation⁽⁴⁾ dans un contexte d'essoufflement de la reprise et de détérioration des perspectives. Concrètement, les mesures visaient donc à contrer le bas niveau persistant de l'inflation dans la zone euro – laquelle a continué d'afficher, à partir de la mi-2013, un taux en deçà de celui qui est compatible avec la stabilité des prix telle que définie par la BCE⁽⁵⁾. En outre, étant donné la dynamique du crédit particulièrement atone sur la période, certaines mesures voulaient également garantir une transmission efficace de l'assouplissement à l'octroi de prêts bancaires.

À partir de l'été de 2014, parallèlement à son action sur les taux, le Conseil des gouverneurs a ainsi octroyé aux banques de nouvelles séries de prêts à long terme à des conditions avantageuses, de même qu'il a mis en œuvre en plusieurs phases un programme d'achats d'actifs, tout en adaptant en permanence sa communication quant à la voie future que suivrait la conduite de sa politique (les « orientations prospectives »). Ces différentes mesures ont été ajustées à plusieurs reprises, notamment en réaction aux événements économiques et financiers inattendus venus alourdir les risques baissiers pesant sur l'inflation. Bien que notre but ne soit ici pas de décrire ces mesures en détail, certains aspects de la stratégie déployée méritent d'être soulignés.

Sur le plan strict des taux, on notera que les réductions opérées durant l'été de 2014 et en mars 2016 ont également touché les deux autres taux directeurs (le taux des

(1) Pour plus de détails sur ces régimes d'exemption(s), cf. notamment Bech et Malkhozov (2016) ou Jobst et Lin (2016).

(2) Pour de plus amples informations sur l'évolution du volume des liquidités dans le système bancaire depuis la crise et sur ses conséquences sur le cadre opérationnel de la politique monétaire dans la zone euro, cf. notamment Eser *et al.* (2017).

(3) Le surplus de liquidités comprend les avoirs sur la facilité de dépôt mais aussi les avoirs en compte courant en sus des réserves obligatoires.

(4) Pour une discussion des risques et enjeux associés à une période prolongée d'inflation faible, cf. Deroose et Stevens (2017).

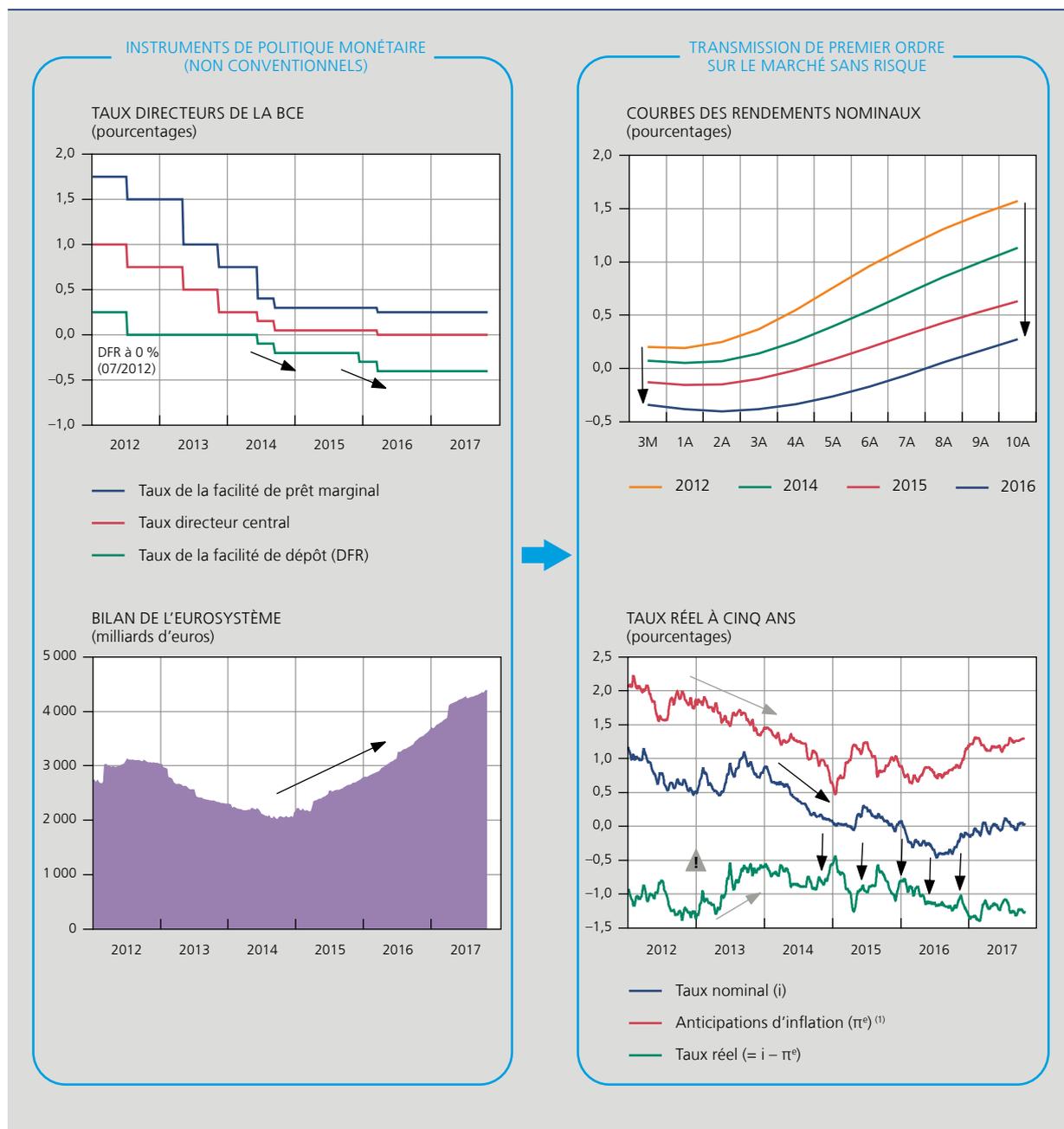
(5) Durant l'été de 2014, alors que le surplus de liquidités s'expliquait principalement par la demande de fonds des banques (soit avant le programme étendu d'achats d'actifs), les réductions du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif ont en fait servi un double objectif : outre l'assouplissement monétaire dirigé vers l'objectif d'inflation, il s'agissait de préserver la marge d'intermédiation de l'Eurosystème (soit, en principe, le bon fonctionnement du marché interbancaire) étant donné les abaisssements simultanés du taux directeur central. Pour plus de précisions sur ce point, cf. Kasongo Kashama (2014).

opérations principales de refinancement est ainsi revenu de 0,25 à 0% en passant par 0,15 puis 0,05%, tandis que celui de la facilité de prêt marginal est retombé de 0,75 à 0,25% en passant par 0,4 puis 0,3%. Toujours concernant les taux, le Conseil des gouverneurs a par ailleurs constamment réaffirmé, au travers de ses orientations prospectives, que ceux-ci seraient maintenus à un niveau historiquement bas sur une période prolongée. Jusqu'en

juin 2017, il a même maintenu l'option de procéder à de nouvelles réductions si celles-ci s'avéraient nécessaires.

Du côté du bilan de l'Eurosystème, la mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs (APP) en mars 2015, incluant des achats de titres souverains de la zone euro et élargi aux titres du secteur des entreprises en mars 2016, a été le principal moteur de la croissance

GRAPHIQUE 1 LES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE PRISES DANS LA ZONE EURO DEPUIS L'ÉTÉ DE 2014 ONT PERMIS DE PILOTER LE TAUX RÉEL DANS UN CONTEXTE D'INFLATION EN RECUL



Sources: BCE, Thomson Reuters.

(1) Les attentes d'inflation sont dérivées des taux des contrats de swap couvrant le risque d'inflation à cinq ans. Ces données de marché incluent toutefois une prime de risque.

considérable observée. Cette progression, pilotée par la banque centrale elle-même, contraste ainsi avec celle de 2011-2012, qui était guidée principalement par la demande de fonds des banques dans le cadre des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans. Cela dit, les emprunts à plus long terme proposés aux banques entre juin 2014 et mars 2017 (les deux séries d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées, TLTRO I et TLTRO II) ont également eu un impact quantitatif certain, tout en introduisant pour la première fois la possibilité pour les banques d'emprunter à un taux négatif⁽¹⁾.

Si on observe les indicateurs témoignant de la première phase de transmission (cf. graphique 1), il apparaît que les mesures ont permis non seulement un abaissement de la courbe des rendements sans risque nominaux de la zone euro sur tout le spectre de maturités, mais également un aplatissement de celle-ci. Cet aplatissement s'explique principalement par la sensibilité des taux à plus long terme aux achats de titres. Cela dit, le fait qu'une politique de taux négatif élimine, ou du moins repousse, la borne des taux directeurs initialement perçue peut aussi être de nature à aplatir davantage la courbe (Rostagno *et al.*, 2016). Quoi qu'il en soit, un tel effet sur le segment long de la courbe contraste quelque peu avec le champ d'action traditionnel de la politique monétaire, qui se limite aux taux à plus court terme. Aussi, par son action combinée, le Conseil des gouverneurs a (plus) efficacement pesé sur un des leviers importants de la politique monétaire, à savoir le taux réel à moyen terme. Celui-ci importe dans la mesure où il est à même d'influencer les décisions de consommation et d'investissement des agents et, à terme, la dynamique d'inflation⁽²⁾. Sur la base de la décomposition du taux sans risque à cinq ans, on note plus particulièrement que la poussée baissière sur le taux nominal a permis de contenir la hausse du taux réel dans un contexte d'attentes d'inflation pourtant en net recul.

(1) Pour les opérations de la seconde série (TLTRO II), le taux d'emprunt peut retomber au taux de la facilité de dépôt d'application lors de leurs adjudications respectives dans le cas où les banques accordent suffisamment de nouveaux prêts aux sociétés non financières.

(2) Pour une analyse plus poussée du rôle joué par la politique monétaire dans l'évolution du taux réel dans la zone euro ces dernières années, cf. De Backer et Wauters (2017).

(3) Une partie des critiques se concentrent plus exclusivement sur le coût brut direct lié au taux négatif, c'est-à-dire le fait même que le dépôt de liquidités excédentaires auprès de la banque centrale implique le paiement d'un droit de garde par les banques. Nous revenons sur ce point dans la quatrième partie, qui explique comment les caractéristiques des banques (dont le poids relatif des liquidités excédentaires dans leur bilan) sont de nature à influencer l'effet du taux négatif sur leur dynamique de prêts.

(4) L'effet de la politique de taux négatif sur le fonctionnement des marchés monétaires de la zone euro, et en particulier sur le volume des opérations, a retenu beaucoup d'attention. D'aucuns arguaient qu'une telle pratique allait considérablement contracter l'activité sur ces marchés, ce qui est de nature à remettre en question la pertinence des taux qui y sont pratiqués. Toutefois, dans les faits, le volume des opérations effectuées sur les marchés monétaires repo (c'est-à-dire les prêts interbancaires garantis par l'échange d'un collatéral) est resté relativement stable; les banques de la zone euro ne se sont donc pas montrées réticentes à se prêter entre elles à un taux négatif. Le repli du volume des opérations en blanc (c'est-à-dire non garanties) tient quant à lui en grande partie à l'accroissement important des liquidités disponibles au sein du secteur bancaire à la suite de l'APP ainsi qu'à l'altération de la notion de risque depuis la crise (Bindseil, 2017).

Malgré une transmission de premier ordre relativement encourageante, les effets de la panoplie de mesures sur d'autres indicateurs d'importance – notamment la dynamique du crédit bancaire, la prise de risques, l'activité et, ultimement, l'inflation – semblent plus incertains, prêtant régulièrement à discussion (cf. par exemple Woodford (2012) ou Borio et Zabai (2016)). Ces débats semblent logiques dans la mesure où *aucun* des instruments non conventionnels qui composent la panoplie (et donc pas seulement le taux négatif) n'avait jusqu'alors été mis à l'épreuve à une telle échelle. Comme annoncé, la suite de l'article s'attache à analyser essentiellement la question de la transmission de la politique de taux négatif (via les banques). Cet examen à la loupe ne signifie pour autant nullement que l'aspect multidimensionnel de la politique monétaire menée ces dernières années par le Conseil des gouverneurs de la BCE et l'évaluation de la transmission complète de celle-ci – a fortiori aux conditions macroéconomiques et à l'objectif d'inflation – sont à négliger. Ces aspects dépassent néanmoins le cadre du présent article.

2. Rigidité à la baisse des taux des dépôts de détail

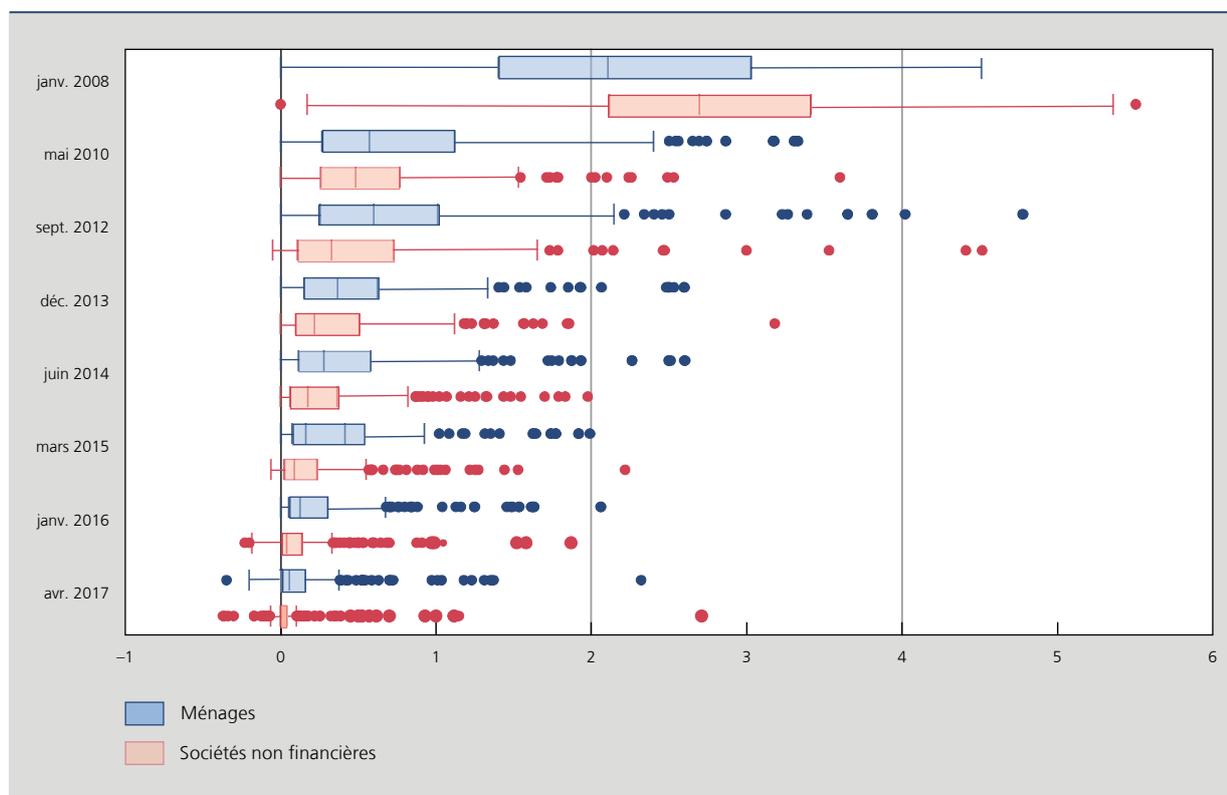
Si on s'intéresse aux doléances exprimées par les banques face au taux négatif, il apparaît que celles-ci se concentrent principalement sur un élément, à savoir leur capacité limitée de transmettre le passage sous zéro aux taux rémunérant les dépôts des épargnants⁽³⁾. Cette partie revient d'abord brièvement sur la bonne transmission de la politique de taux négatif aux taux des marchés de la zone euro où opèrent les investisseurs institutionnels, avant d'examiner plus en détail l'évolution des taux rémunérant les dépôts depuis la mi-2014. Confirmant l'existence d'une résistance à la baisse de ces derniers, elle expose alors les raisons plus précises qui pourraient expliquer ce phénomène.

2.1 Propagation de la politique de taux négatif aux taux dans l'économie

La réduction sous zéro du taux de la facilité de dépôt s'est transmise sans heurt notable aux taux des marchés monétaires à court et à moyen termes de la zone euro. Cette transmission a été effective en dépit de certaines craintes initiales, par exemple quant à la capacité de ces marchés d'intégrer (techniquement) des valeurs négatives ou de conserver un volume d'activité normal dans ces conditions⁽⁴⁾. Le taux au jour le jour et le taux sans risque à un an ont ainsi évolué sous zéro dès septembre 2014.

Sur les autres marchés financiers, aucune résistance à la baisse particulière des taux n'a été constatée. Depuis

GRAPHIQUE 2 DISTRIBUTION DES TAUX OFFERTS PAR UN ÉCHANTILLON DE 283 BANQUES DE LA ZONE EURO SUR LES DÉPÔTS DE LA CLIENTÈLE DE DÉTAIL ⁽¹⁾
(pourcentages)



Sources: BCE, BNB.

(1) Le rectangle comprend les valeurs situées entre les quartiles inférieur et supérieur. La ligne verticale dans le rectangle indique la médiane. Les lignes horizontales incluent les valeurs comprises entre le quartile inférieur moins 1,5 fois l'écart interquartile et le quartile supérieur plus 1,5 fois l'écart interquartile. Les gros points indiquent les valeurs extrêmes.

l'été de 2014, les rendements nominaux souverains n'ont par exemple pas affiché d'élargissement structurel de leurs spreads vis-à-vis des taux sans risque de maturité correspondante. Dans un contexte ponctué par des fuites vers les valeurs refuge, les rendements des obligations souveraines allemandes à dix ans ont même plongé sous zéro à plusieurs reprises. Le même constat vaut pour les marchés (plus risqués) des obligations d'entreprise : hormis quelques périodes de tensions financières, les rendements *corporate* ont suivi une tendance descendante notable au fil du cycle de baisses sous zéro du taux de la facilité de dépôt. Certaines entreprises notées AAA ont même émis des titres à court terme assortis d'un rendement négatif.

Parallèlement au déclin notable des taux nominaux sur les marchés financiers, le taux de change de l'euro s'est inscrit en recul à partir de la seconde moitié de 2014. Cette tendance baissière a été observée tant vis-à-vis du dollar américain que sur le plan nominal effectif (soit vis-à-vis des monnaies des principaux partenaires commerciaux de

la zone euro, pondérées par leur poids dans les échanges). Cela dit, il est extrêmement ardu d'isoler la contribution exacte du taux négatif à la dépréciation constatée. Le taux de change constitue en effet typiquement un indicateur soumis à des chocs de natures très variées, en ce compris les chocs externes.

Malgré de fortes baisses et une compression très marquée de leur distribution entre les banques depuis la mi-2014, les taux rémunérant les dépôts bancaires des ménages et des sociétés non financières ont été les seuls taux à présenter une certaine résistance à baisser davantage lorsqu'ils approchaient de 0%. Cette rigidité se vérifie tout particulièrement pour les dépôts des ménages. Ainsi, en avril 2017, un nombre toujours très réduit de banques de la zone euro leur appliquaient une rémunération négative⁽¹⁾. Cette situation contraste donc fortement avec ce qui a été observé au niveau des autres taux, qui n'ont pas

(1) Cette extrapolation se base sur l'échantillon composé de 283 banques repris dans le graphique 2.

montré une résistance spécifique. Un tel phénomène se manifeste également dans les autres économies où une politique de taux négatif a été mise en œuvre (cf. par exemple Arteta *et al.* (2016) ou, plus spécifiquement pour les cas suédois et danois, Madashi et Nuevo (2017)).

2.2 Les raisons de la rigidité des taux des dépôts de détail

La principale raison de la résistance à la baisse des taux des dépôts de détail est l'existence des espèces – soit les pièces et les billets de banque – comme instruments de réserve de valeur alternatifs offrant un taux de rémunération a priori égal à 0 %. Les agents ayant à tout moment la possibilité de convertir leurs dépôts en espèces, la rigidité à la baisse constatée s'explique en fait par les craintes qu'éprouvent les banques de subir une vague de retraits de leurs dépôts dans l'éventualité où les taux de rémunération de ceux-ci venaient à trop diminuer. Ces craintes sont d'autant plus prégnantes que les dépôts constituent typiquement la source de financement stable des banques. En pratique, la détention d'espèces est cependant assortie d'un certain nombre de coûts, essentiellement liés à leur stockage, à leur transport (en ce compris la gestion des paiements) et à leur protection contre le vol et autres accidents (c'est-à-dire les coûts de sécurité et d'assurance). Autrement dit, le taux de rémunération nominal des espèces n'est pas strictement égal à 0 %. Ce qu'on appelle la « borne inférieure physique des taux nominaux » se situe donc en territoire négatif (Cœuré, 2016).

En pratique, le niveau de cette borne diffère d'une entité économique à l'autre. Pour les petites parmi elles telles que les ménages, il est généralement admis que les coûts de détention d'espèces sont relativement faibles : cela explique la rigidité particulièrement forte des taux des dépôts de la clientèle de détail.

Par ailleurs, cette borne comprend aussi un aspect dynamique. Plus les agents prévoient que la période de taux négatif sera longue, plus ils auront la possibilité d'amortir les coûts fixes importants liés à la détention d'espèces (pour les grosses entités, les coûts d'assurance), et donc de réduire le coût moyen par unité de monnaie d'une telle détention. Concrètement, la persistance d'un taux négatif, si elle est adéquatement anticipée, pourrait donc avoir pour effet de rapprocher la borne inférieure physique de 0 %.

Une frange entière de la littérature économique⁽¹⁾ s'intéresse aux stratégies de réduction de la borne inférieure physique des taux nominaux. Ces stratégies peuvent

impliquer de limiter la dénomination des billets de banque, d'instaurer un taux de change pour la conversion des dépôts bancaires en espèces, ou encore de supprimer purement et simplement les espèces. Ces solutions sont de nature à créer une marge de manœuvre supplémentaire pour la politique monétaire en période prolongée de faible inflation (Goodfriend, 2016).

Le phénomène d'illusion monétaire, soit la propension des agents à raisonner en termes nominaux plutôt qu'en termes réels, est une seconde raison possible de la rigidité à la baisse des taux des dépôts. Parce qu'ils pensent en termes nominaux, les agents vont en effet avoir tendance à percevoir un taux nominal négatif comme un vol ou, à tout le moins, comme un phénomène anormal. Dès lors, les agents choisiront de convertir leurs liquidités en espèces ou sous une autre forme (or, etc.) plutôt que de les maintenir sur des comptes de dépôt portant un taux de rémunération nominal négatif. La résistance à la baisse des taux des dépôts s'explique donc à nouveau dans ce cas par la crainte des banques de perdre leur source de financement la plus stable.

L'illusion monétaire est généralement de l'ordre du biais psychologique/cognitif⁽²⁾. Dans les faits, de nombreux taux réels (c'est-à-dire une fois pris en compte l'effet de l'inflation) sont négatifs depuis plusieurs années déjà dans la zone euro. Autrement dit, alors même que l'inflation et un taux nominal négatif peuvent avoir le même effet en matière de pouvoir d'achat réel, l'impact de ce dernier est perçu comme plus coûteux. Pourquoi ? Parce que, dans le cas de l'inflation, l'agent possède le même montant nominal au final, alors que le taux nominal négatif implique le déboursement d'intérêts. L'illusion monétaire se manifeste donc généralement surtout au niveau des agents non institutionnels tels que les ménages. Cela corrobore la résistance à la baisse plus forte des taux des dépôts de détail.

Enfin, les restrictions légales constituent un dernier motif de la résistance à la baisse des taux des dépôts. Dans ce cas, la rigidité est directement imposée par le législateur. On retrouve de tels régimes légaux en France (le taux appliqué au livret A – un compte d'épargne spécifique assorti d'un plafond – est révisable deux fois par an par le gouvernement et s'élevait à 0,75 % en octobre 2017⁽³⁾) ou encore en Belgique, où, sur la base d'un arrêté royal, le taux minimum appliqué aux dépôts d'épargne

(1) Cf. notamment Goodfriend (2000), Buiter *et al.* (2003), Buiter (2009), Kimball (2013), Rogoff (2014) ou McAndrews (2015).

(2) Borio et Zabai (2016) relèvent toutefois que le phénomène d'illusion monétaire n'est pas toujours forcément une manifestation d'irrationalité de la part des agents économiques.

(3) Le taux appliqué au livret A sert aussi de base pour calculer le taux d'un certain nombre d'autres comptes d'épargne (les comptes spéciaux sur livret du crédit mutuel, le livre d'épargne populaire, le livret d'épargne-entreprise et le compte d'épargne-logement).

réglementés s'établissait à 0,11 % (soit, un taux minimum de base de 0,01 % et une prime de fidélité minimale de 0,10 %) en octobre 2017. De tels comptes bancaires sont généralement réservés aux ménages et aux associations, dans un but de protection du petit épargnant.

3. Effets récessifs possibles de la politique de taux négatif sur l'octroi de prêts

Pour comprendre en quoi la résistance à la baisse des taux des dépôts de détail peut affecter la bonne transmission d'une réduction du taux directeur effectif sous zéro, il est logique de s'intéresser aux acteurs qui sont touchés au premier chef par ce phénomène : les banques.

3.1 Effets d'une réduction du taux directeur sur le bilan des banques

Afin d'expliquer la transmission par les banques, nous allons procéder à un examen conceptuel, en ayant recours au bilan stylisé d'une banque commerciale dont l'activité principale consiste, d'une part, à collecter les dépôts de détail et, d'autre part, à octroyer des prêts à l'économie réelle. En marge de son activité de prêt, la banque détient des titres négociables et dépose ses liquidités excédentaires auprès de la banque centrale (cf. graphique 3).

L'effet d'une politique de taux négatif sur cette banque s'apprécie de manière dynamique et par rapport la situation contrefactuelle dans laquelle le taux n'est pas abaissé (cf. graphique 4). Cette évaluation est purement économique. Nous négligeons donc les effets de la comptabilité et de la réglementation bancaire sur la comptabilisation des gains et pertes de la banque et, partant, sur ses résultats (c'est-à-dire l'évolution de ses fonds propres). En outre, nous imposons tout au long de l'analyse un comportement « statique/habituel » à la banque (*business as usual behaviour*), et ce afin d'isoler l'effet direct de la politique de taux négatif. En d'autres termes, nous

n'introduisons pas la possibilité (immédiate) pour la banque d'altérer la composition de son bilan (par exemple, en prenant plus de risques ou en diversifiant ses activités) à la suite de la diminution du taux directeur en territoire négatif. Nous soulignons toutefois que, dans la réalité, ces effets comptable et réglementaire ainsi que la réaction des banques sont des facteurs importants, de nature à changer le raisonnement schématique simple présenté dans la suite de l'article. Cela dit, notre cadre simplifié reste utile en tant que point de départ pour appréhender l'effet d'une politique de taux négatif sur les banques.

Par souci de facilité du point de vue illustratif, il est en outre supposé que les taux des dépôts de détail restent totalement rigides face à la politique de taux négatif.

Dans le cadre défini, la banque est affectée par une réduction du taux directeur au travers de trois canaux : (a) les gains en capital, (b) la qualité et la demande de(s) prêts et (c) la marge nette d'intérêts (MNI).

Le canal des gains en capital

Une réduction du taux directeur se propage en principe aux autres taux du marché. Aussi, la baisse généralisée des taux implique mécaniquement une montée des prix des obligations existantes et fait typiquement grimper les prix des actions (le taux d'actualisation des flux de trésorerie liés à ces actifs étant diminué). Dès lors que la banque décide de vendre les obligations et actions qu'elle détient, elle réalise des gains en capital. Ces gains correspondent à la différence entre le prix auquel elle a acheté ces actifs et celui auquel elle les revend. Concernant les obligations, plus leur maturité moyenne (c'est-à-dire leur durée) est longue, plus leur prix sera sensible à une baisse de taux. Autrement dit, les gains en capital réalisés seront d'autant plus élevés que la banque possède des obligations à plus long terme.

Les gains en capital sont le résultat de la vente des titres ; ils sont donc restreints dans le temps. Par souci de simplicité, il peut être supposé que la vente des actifs s'effectue directement après la baisse de taux et qu'elle concerne l'ensemble des titres négociables de la banque. Dans le graphique 4, qui schématise la situation de manière dynamique, la barre en vert clair indique ainsi l'effet positif immédiat sur les résultats de la vente des actifs négociables dont le prix a augmenté. En d'autres termes, dans la mesure où les gains en capital engrangés engendrent des profits, toutes choses égales par ailleurs, les fonds propres de la banque (au sens économique) sont poussés à la hausse dès la diminution de taux.

Les barres en vert clair assorti de pois blancs montrent par ailleurs que le réinvestissement du produit de la vente de

GRAPHIQUE 3 BILAN SIMPLIFIÉ D'UNE BANQUE

Actif	Passif
Titres	Fonds propres
Prêts	Dépôts de détail
Réserves auprès de la banque centrale	

ces titres dans des titres de même type génère des pertes périodiques en intérêts. Si le taux directeur n'avait pas été diminué, la banque vendant des titres négociables ne réaliserait certes pas de gains en capital mais serait néanmoins capable de réinvestir le produit de cette vente dans d'autres titres similaires, sans effet sur sa marge nette d'intérêts. En revanche, lorsque le taux directeur est abaissé en territoire négatif, le réinvestissement de la vente (y compris les gains en capital) comprime la marge nette d'intérêts de la banque. Le rendement des titres nouvellement acquis est en effet moindre à la suite de la réduction du taux directeur, mais les coûts pour les financer demeurent, quant à eux, inchangés car les taux des dépôts de détail sont censés être totalement rigides à la baisse⁽¹⁾.

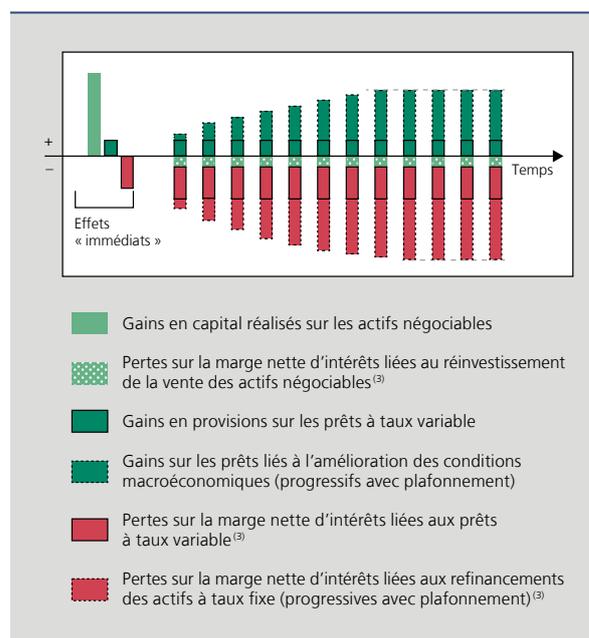
Le canal de la qualité et de la demande de(s) prêts

Outre les gains en capital réalisés sur le portefeuille de titres, une baisse du taux directeur entraîne des gains sur le portefeuille de prêts de la banque. Une partie de ces gains sont de nature immédiate et concernent les prêts à taux variable. Dans la mesure où les taux de ces prêts sont liés à des taux de référence – fluctuants – du marché, ils s'ajusteront rapidement à la baisse en cas de réduction du taux directeur. Pour les emprunteurs, cela signifie que leurs emprunts deviennent plus faciles à rembourser. La banque fait ainsi face à des taux de défaut moindres et réalise des économies sur les provisions de précaution prises sur ces prêts par rapport à la situation contrefactuelle dans laquelle le taux n'est pas diminué. De tels gains sont non seulement immédiats mais s'étalent également sur toute la période durant laquelle les taux restent abaissés. Ils sont représentés dans le graphique 4 par les barres en vert foncé entourées d'une ligne continue.

Une autre partie des gains réalisés sur les prêts s'explique par l'amélioration des conditions macroéconomiques associée à la baisse du taux directeur. L'action de la politique monétaire mettant un certain temps à porter ses fruits en termes d'activité, ces gains ne se font pas ressentir immédiatement après la réduction du taux directeur mais apparaissent de manière progressive, comme l'indique le

(1) D'un point de vue économique, le choix de la banque de maintenir ses titres en portefeuille ou de les vendre lorsque les taux diminuent n'implique pas de différence pour ses résultats à terme, toutes choses égales par ailleurs. Dans le cas où la banque garde ses titres en portefeuille, la baisse des taux n'aura aucune incidence sur ses résultats, du moins jusqu'au moment où ces titres arriveront à échéance. Elle investira alors le principal remboursé dans de nouveaux titres de même type, mais offrant des intérêts moindres, ce qui comprimera sa marge nette d'intérêts si, dans le même temps, ses coûts de financement restent rigides. Si la banque vend ses titres, elle réalisera certes des gains en capital immédiats, mais le réinvestissement du produit de cette vente dans de nouveaux titres de même type, offrant un rendement plus bas à la suite de la baisse des taux, impliquera une perte d'intérêts (toujours par rapport à la situation contrefactuelle dans laquelle le taux directeur n'est pas réduit). On peut démontrer que ces pertes d'intérêts périodiques jusqu'à l'échéance des titres vendus correspondent en fait exactement aux gains en capital réalisés au départ. Cela signifie donc que la vente des titres n'a pas d'incidence sur les résultats de la banque si on prend en compte l'ensemble de la période jusqu'à échéance des titres vendus : les gains en capital sont parfaitement compensés par les pertes d'intérêts du réinvestissement. Les pertes nettes d'intérêts dues à la rigidité des coûts de financement surviennent ainsi – comme dans le cas du maintien des titres en portefeuille – une fois passée l'échéance des titres initialement détenus en portefeuille.

GRAPHIQUE 4 ILLUSTRATION DE L'EFFET TOTAL D'UNE BAISSÉ DU TAUX DIRECTEUR EN TERRITOIRE NÉGATIF SUR LES RÉSULTATS ÉCONOMIQUES D'UNE BANQUE⁽¹⁾⁽²⁾



Source : BNB.

- (1) L'effet total sur le résultat est évalué par rapport à la situation contrefactuelle dans laquelle le taux directeur n'est pas abaissé. Les magnitudes des gains et des pertes ainsi que le profil temporel de ceux-ci sont purement illustratifs. En pratique, les magnitudes et le profil temporel des gains et des pertes de chaque banque dépendront de la structure de son bilan (cf. quatrième partie de l'article).
- (2) Le schéma suppose que (a) le passif hors fonds propres de la banque est composé à 100 % de dépôts de détail dont les taux restent totalement inchangés à la suite de la baisse du taux en territoire négatif; (b) la banque ne détient pas d'actions et vend l'ensemble de ses obligations à taux fixe négociables dès que le taux directeur a diminué. Elle réinvestit par ailleurs le produit de ces ventes (gains en capital inclus) dans des obligations à taux fixe négociables du même type; (c) l'activité de la banque repose principalement sur sa marge d'intermédiation (prêts-dépôts) : elle ne perçoit ni marge commerciale, ni autres frais ou commissions; (d) le comportement de la banque est, de manière générale, « statique/habituel ».
- (3) Effets directement liés à la rigidité à la baisse des taux des dépôts de détail.

profil temporel des barres en vert foncé entourées d'une ligne pointillée dans le graphique 4. Trois canaux principaux peuvent être identifiés à ce niveau. Premièrement, la hausse du prix des actifs utilisés en garantie des prêts entraînera un moindre taux de perte en cas de défaut. Deuxièmement, l'augmentation des revenus nominaux des agents leur permettra de rembourser plus facilement leurs prêts (qu'ils soient à taux variable ou à taux fixe), faisant diminuer les taux de défaut et les provisions liées. Enfin, troisièmement, grâce à la reprise, les projets des emprunteurs potentiels gagneront en profitabilité, ce qui boostera la demande de prêts et permettra des gains en volume sur l'activité d'intermédiation de la banque⁽²⁾.

(2) Comme on l'a signalé précédemment, notre analyse est « statique » pour ce qui est du comportement de la banque. Plus précisément, nous supposons ici que la banque ne change pas son comportement d'offre de prêts à la suite de la baisse du taux directeur. Il est simplement admis qu'elle ajuste son offre au surcroît de demande des emprunteurs, et ce pour tous les nouveaux prêts sollicités qui satisfont un taux critique de rentabilité fixé antérieurement.

Le canal de la marge nette d'intérêts

Le dernier canal au travers duquel une baisse du taux directeur affecte une banque est celui de la marge nette d'intérêts. Ce dernier se démarque des deux canaux précédents puisque c'est ici que la résistance à la réduction des taux des dépôts de détail va principalement jouer, et donc que la particularité d'une baisse du taux directeur en territoire négatif par rapport à une diminution du taux directeur en territoire positif va se révéler.

Une banque dont l'activité principale consiste à collecter des dépôts de détail et à octroyer des prêts s'appuie sur la transformation des échéances pour faire des profits. Elle se finance à relativement court terme tout en ayant tendance à prêter à un terme plus long. Une réduction du taux directeur en territoire positif ne devrait pas diminuer la marge nette d'intérêts d'une telle banque mais pourrait même au contraire temporairement l'augmenter : cette dernière peut en effet profiter de la diminution plus rapide des taux de ses passifs (courts) comparativement aux taux de ses actifs (typiquement plus longs), toutes choses égales par ailleurs (Heider *et al.*, 2017).

Dans le cas d'une réduction du taux en territoire négatif, les taux des dépôts sont cependant rigides à la baisse. Si les taux de l'actif ne montrent pas de résistance particulière à s'ajuster, la diminution du taux directeur va alors, à comportement inchangé de la banque, résulter en une pression baissière sur sa marge nette d'intérêts. Les pertes sont en fait de deux ordres. D'une part, elles concernent la marge réalisée sur le stock de prêts à taux variable (soit, les barres en rouge entourées d'une ligne continue au graphique 4). Cette marge est immédiatement compressée puisque les taux de tels prêts s'ajustent directement, tout en restant financés par des dépôts à taux rigides. D'autre part, les pertes touchent la marge réalisée sur le stock de prêts et d'obligations à taux fixe non négociables maintenues en portefeuille jusqu'à échéance (soit, les barres en rouge entourées d'une ligne pointillée). Ces pertes sont graduelles, leur vitesse de progression dépendant du rythme de refinancement du portefeuille. Le niveau plafond est atteint lorsque l'ensemble du stock de prêts à taux fixe et d'obligations à taux fixe est renouvelé.

3.2 La borne inférieure économique des taux nominaux

L'analyse dynamique des trois canaux au travers desquels une réduction du taux directeur affecte une banque commerciale type mène à une double conclusion-clé. Dans ce cadre, lorsque la diminution du taux directeur se déroule en territoire positif, les résultats de la banque

sont poussés à la hausse, quelle que soit la durée de la période d'abaissement du taux. Les mécanismes des trois canaux se rassemblent alors sous l'appellation usuelle de « canal du prêt bancaire » : puisqu'une réduction du taux directeur fait grimper la valeur nette de la banque, elle est de nature à encourager une augmentation de l'octroi de prêts par celle-ci (Bernanke et Gertler, 1995).

En revanche, lorsque que la baisse du taux directeur survient en territoire négatif, elle a un effet ambigu sur les résultats de la banque, et, partant, donc aussi potentiellement sur sa capacité d'offrir des prêts. L'effet total est d'autant plus difficile à capturer que les profils temporels des gains et des pertes associés aux trois canaux sont différents. Dès lors, la longueur de la période durant laquelle la réduction de taux en territoire négatif est d'application est importante pour évaluer l'effet total de la mesure : on peut notamment remarquer que l'impact sur la marge nette d'intérêts persiste alors que celui des gains en capital est limité dans le temps.

Ce dernier constat suggère l'existence d'une autre borne inférieure aux taux nominaux, en sus de la borne inférieure physique : la borne inférieure économique des taux nominaux. Lorsque, pour une réduction du taux en territoire négatif donnée durant une période de temps déterminée, la somme des gains et des pertes associés pour les banques – actualisés de manière adéquate – se révèle négative, un phénomène récessif peut apparaître. En pesant sur les résultats des banques, la diminution du taux directeur est en effet de nature à décourager l'octroi de prêts par celles-ci. La borne inférieure économique des taux nominaux se définit ainsi comme le niveau de taux à partir duquel un tel phénomène récessif peut émerger. Le fait d'atteindre une telle borne implique un renversement du traditionnel canal du prêt bancaire : la réduction du taux directeur résulte en une pression baissière sur la dynamique des prêts. C'est pourquoi elle est aussi appelée « reversal rate » par Brunnermeier et Koby (2017).

En pratique, la borne inférieure économique des taux nominaux n'est pas forcément inférieure à zéro. Les taux des dépôts de détail peuvent effectivement afficher une forte rigidité au-dessus de ce niveau, par exemple s'ils sont régis par le législateur. Ainsi, la borne inférieure économique peut donc aussi déjà concerner les réductions du taux directeur en territoire non négatif mais relativement proche de zéro.

En outre, il convient de souligner que la borne dépend d'une estimation effectuée par les banques elles-mêmes. Dans cette évaluation, l'aspect dynamique a son importance. Le niveau de la borne va ainsi s'ajuster en fonction de la durée de la période de taux négatif qui est anticipée.

On voit ainsi ici poindre les dangers associés à une période trop longue de politique de taux négatif⁽¹⁾. Si la période se prolonge encore et encore, il se peut par exemple que, à un moment donné, les gains en capital initialement réalisés finissent par être totalement «avalés» par les pertes directes estimées sur la marge nette d'intérêts. À partir de là, les gains périodiques liés à l'amélioration de la qualité des prêts et à l'avivement de la demande seront alors seuls et potentiellement insuffisants pour compenser ces pertes.

Il convient toutefois de rappeler que notre analyse conceptuelle suppose que les banques ne changent pas leur comportement face à la baisse du taux directeur. Dans les faits, les banques pourront néanmoins décider d'adapter largement leur modèle d'entreprise afin de faire face au mieux au nouvel environnement de taux, par exemple en développant leurs activités générant des revenus autres que d'intérêts. Cela peut, entre autres, permettre de préserver la dynamique des prêts, ce qui équivaut à repousser la borne inférieure économique des taux nominaux.

4. Quelles sont les caractéristiques des banques qui influencent l'effet de la politique de taux négatif sur l'octroi de prêts ?

La diversité des canaux au travers desquels le taux négatif a un effet sur la rentabilité bancaire implique que la composition du bilan des banques et, plus généralement, leur modèle d'entreprise, déterminent l'ampleur relative des gains et des pertes associés à une réduction de taux en territoire négatif donnée, ainsi que leur profil temporel.

4.1 Financement par des dépôts de détail

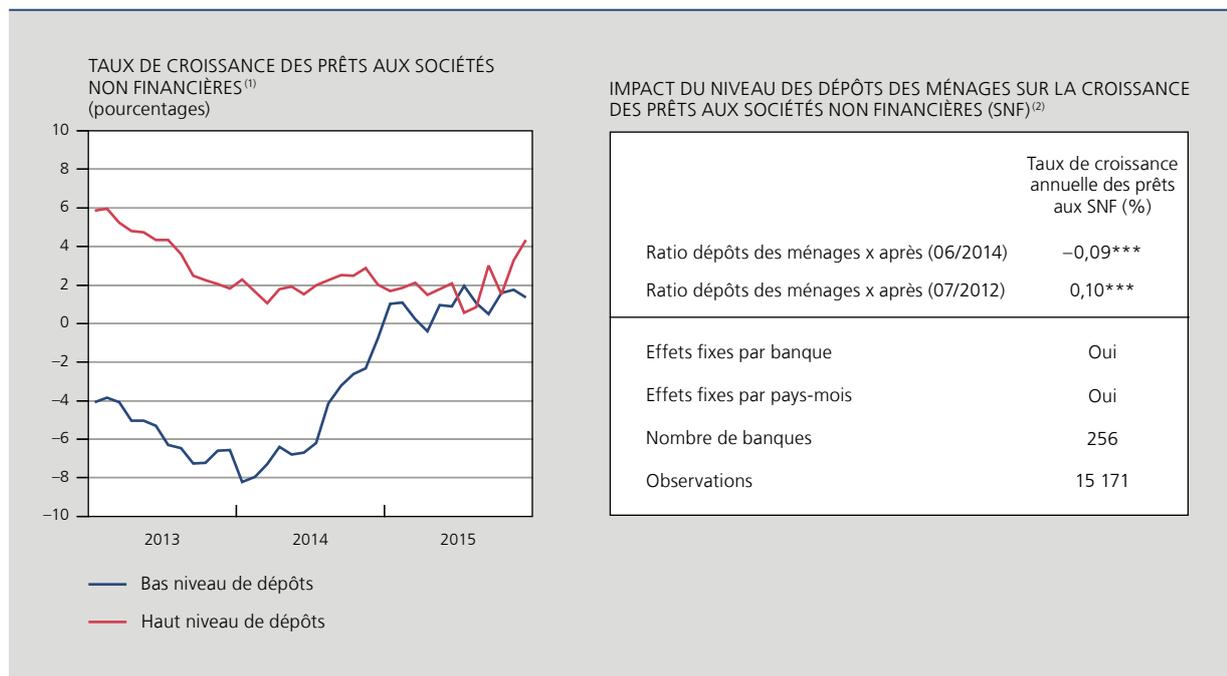
La rigidité de la rémunération des dépôts de détail étant au cœur de la particularité du taux négatif, la part relative de cette source de financement pour chaque banque est un déterminant-clé de l'impact potentiel du taux négatif sur leur rentabilité. Si une banque bénéficie dans une moindre mesure d'une diminution de ses coûts

de financement parce que les taux des dépôts qu'elle détient sont rigides, sa marge nette d'intérêts se rétrécira, ce qui pourrait peser sur ses résultats. Des analyses empiriques consacrées à des banques de la zone euro prouvent l'existence de cet effet. Claessens *et al.* (2017) montrent par exemple qu'une réduction du taux directeur comprime dans tous les cas la marge nette d'intérêts des banques, mais que l'effet se multiplie quand les taux sont à des niveaux bas. Dans une analyse qui vise à identifier le rôle spécifique joué par la rigidité des taux des dépôts, Ampudia et Van den Heuvel (2017) constatent que les baisses de taux au niveau de ou en-dessous de zéro ont été interprétées par les marchés comme préjudiciables à la rentabilité future des banques, a fortiori de celles dont la part relative des dépôts est plus importante : leurs valeurs boursières se sont réduites dans une plus grande mesure à la suite des décisions d'abaisser le taux directeur au niveau de ou en-dessous de zéro. Selon cette analyse, portant sur 56 banques de la zone euro, de nouvelles diminutions du taux directeur dans cet environnement auraient un impact négatif sur le prix des actions des banques dont la part relative des dépôts est très élevée (soit les banques qui se situent au-dessus du 90^e percentile de la distribution concernant la proportion des dépôts des ménages). Par contre, l'incidence sur les valeurs boursières des banques dont les dépôts sont moindres ne serait pas significativement différente de zéro⁽²⁾.

De surcroît, en pesant sur leur rentabilité actuelle ou future, la compression de la marge nette d'intérêts peut éventuellement amener les banques à limiter la transmission de la politique monétaire par le canal du prêt bancaire. Pour vérifier et quantifier cet impact, nous avons procédé à une analyse économétrique de la provision de prêts bancaires aux entreprises à la suite de la baisse de taux décidée en juin 2014, et ce à l'aide d'un modèle de différences en différences que nous avons appliqué à un panel de 256 banques de la zone euro avec une fréquence mensuelle⁽³⁾. Dans une première phase, l'objectif était de comparer l'évolution de la croissance des crédits aux sociétés non financières selon la part relative des dépôts de détail dans le bilan de la banque concernée⁽⁴⁾. Dans une seconde phase, pour vérifier si l'effet d'une réduction de taux en territoire négatif est différent de celui d'une réduction en territoire positif, nous avons ajouté un terme faisant référence à la diminution du taux directeur effectuée en juillet 2012, dans le cadre de laquelle le taux directeur effectif avait été ramené à zéro. L'équation utilisée est la suivante :

$$\begin{aligned} \text{croissance_crédit}_{it} = & \alpha + \beta (\text{dep_ratio}_{i5/2014} \times \\ & \text{après}(6/2014)) + \theta (\text{dep_ratio}_{i6/2012} \times \text{après}(7/2012)) \\ & + \gamma_i + \varphi_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

(1) On notera toutefois qu'une période prolongée de taux négatif est dans le même temps de nature à pousser les barrières psychologiques initiales de la clientèle de détail par rapport au taux négatif. Cela peut impliquer une marge de manœuvre supplémentaire pour les banques afin de diminuer leurs coûts de financement.
(2) L'étude montre par ailleurs que des baisses de taux en territoire strictement positif étaient considérées comme profitables pour les banques (car elles se traduisaient par une hausse de leur valeur boursière, cet impact positif étant toutefois plus réduit dans le cas des banques comptant plus de dépôts).
(3) Pour plus d'informations sur la structure de la base de données utilisée, cf. Boeckx *et al.* (2017).
(4) Les résultats de cette spécification, similaires à ceux de l'équation plus large, ne sont pas montrés ici.



Source: BNB.

(1) « Bas niveau de dépôts » fait référence aux banques situées dans le quartile le plus bas de la distribution de la proportion des dépôts dans le total bilanciel. « Haut niveau de dépôts » fait référence aux banques du quartile le plus élevé.

(2) *** correspond au seuil de signification statistique de 1 %.

La variable dépendante est la croissance annuelle des prêts aux sociétés non financières. *dep_ratio* indique la proportion des dépôts des ménages par rapport au total bilanciel de la banque *i* au cours de la période antérieure à la baisse de taux. Elle est incluse dans l'équation en interaction avec deux variables binaires, l'une faisant référence à la période qui a suivi la diminution de taux pratiquée en juillet 2012 et l'autre à celle qui a suivi la baisse de taux de juin 2014, c'est-à-dire lorsque le taux de la facilité de dépôt de la BCE est devenu négatif pour la première fois. L'analyse couvre la période allant de janvier 2011 à décembre 2015. En réalisant l'analyse sur une période de temps relativement courte après l'implémentation du taux négatif, nous pouvons supposer que les changements en matière de modèle d'entreprise des banques ont été relativement limités. Pour tenir compte des spécificités des banques individuelles et de la situation économique et financière du moment, on a inclus des effets fixes par banque et par pays-mois.

Les résultats montrent qu'une proportion plus large de dépôts des ménages par rapport aux actifs implique une augmentation plus faible des prêts aux sociétés non financières dans les 18 mois postérieurs à l'introduction du taux négatif. Plus spécifiquement, 1 point de pourcentage supplémentaire de dépôts de ménages (par rapport au total

bilanciel) comprimerait le taux de croissance annuelle des prêts aux entreprises de 8 points de base. À la suite de la baisse de taux opérée en juillet 2012, l'effet avait été inversé, la hausse du taux de croissance des prêts étant plus vive lorsque la part relative des dépôts des ménages dans le bilan est plus grande.

Cette conclusion est similaire à celle obtenue par Heider *et al.* (2017), qui observent que les banques comptabilisant plus de dépôts prêtent moins aux entreprises après la mise en œuvre du taux négatif que celles dont les dépôts étaient moindres. De plus, ils constatent que les banques dont la proportion de dépôts est plus élevée concentrent leurs prêts sur des entreprises plus risquées : une augmentation de la part des dépôts est associée à un octroi de prêts à des entreprises présentant une volatilité relativement plus grande de leur rendement sur actifs. Notre base de données ne nous permet malheureusement pas d'analyser de possibles effets sur la prise de risques des banques.

Les analyses, telles celles présentées ici, basées sur des modèles de différences en différences, se caractérisent par la mise en évidence d'un effet relatif résultant de la comparaison des comportements d'individus distincts. Ces modèles ne montrent donc pas que le taux négatif exerce

un effet négatif en termes absolus sur l'octroi de prêts. Il en découle plutôt que, plus la part relative des dépôts de détail dans le bilan d'une banque est large, moins le taux de croissance des prêts de celle-ci est élevé comparativement à celui d'une banque moyenne. Notre spécification n'examine pas l'effet du taux négatif sur l'octroi de prêts d'une banque moyenne. Tant pour les banques dont le niveau de dépôts est élevé que pour celles dont les dépôts sont moindres, le graphique 5 montre que la croissance des crédits est restée positive après la baisse de taux opérée en juin 2014, même si, comme on le verra dans la cinquième partie, l'effet assouplissant du taux négatif n'en est pas le seul responsable.

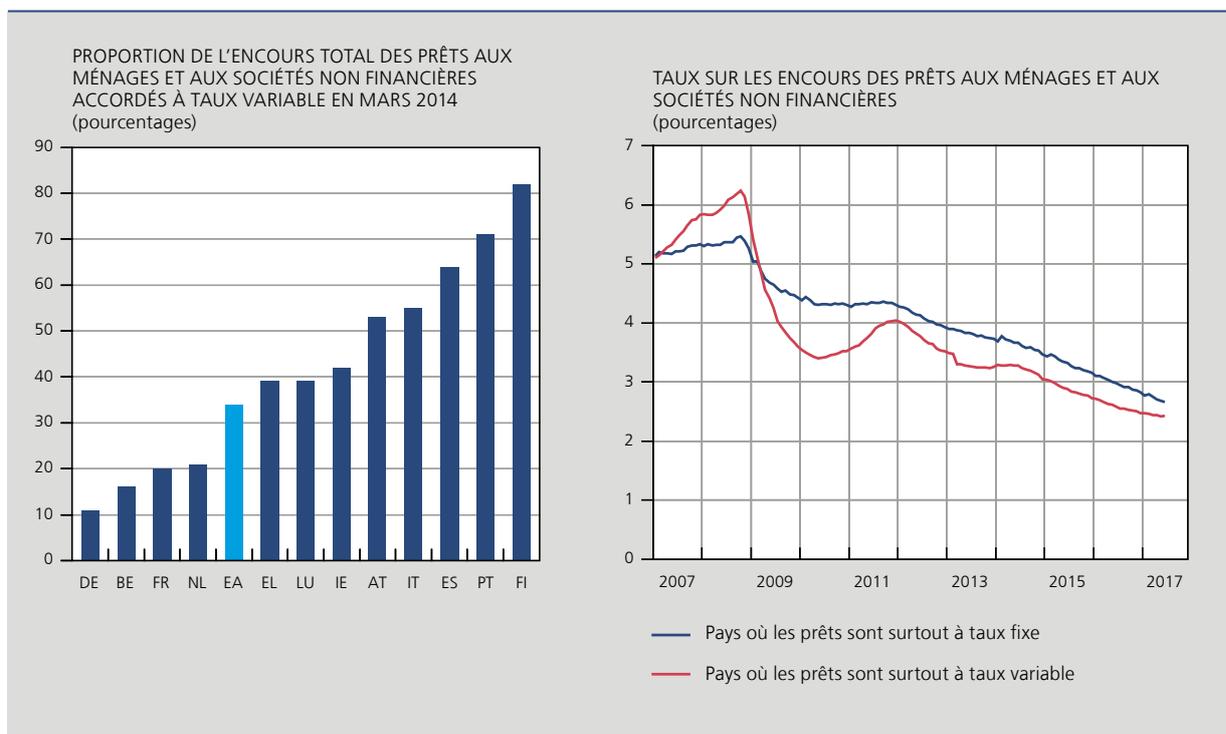
L'impact du volume des dépôts des ménages sur la rentabilité des banques et, en fin de compte, sur l'octroi de crédits, peut aussi être conditionné par la marge dont disposent les banques, au moment de la baisse de taux, pour diminuer le taux sur leurs dépôts. Cette marge déterminera la vitesse et l'ampleur avec lesquelles les banques seront confrontées à des pressions négatives sur leur marge nette d'intérêts. Il ne s'agit toutefois pas d'un concept absolu : des contraintes légales, variant d'un pays à l'autre, peuvent par exemple établir des planchers différents pour certains taux de dépôt. Tester l'effet de cette marge disponible reste cependant une tâche ardue.

4.2 Composition et durée des actifs bancaires

La borne économique inférieure des taux serait aussi sensible à la composition et à la durée des actifs des banques. Détenir des actifs assortis d'une durée plus longue, dont les revenus d'intérêts sont moins sensibles aux changements de taux, peut être profitable aux banques. Un portefeuille d'obligations à long terme ou de prêts à taux fixe peut permettre à la banque de continuer de percevoir des revenus d'intérêts inchangés jusqu'à l'échéance des obligations ou des prêts, impliquant dans l'intervalle une marge nette d'intérêts plus élevée (toutes choses égales par ailleurs), dans la mesure où le coût de financement s'ajuste – ne serait-ce que partiellement – à la suite de la réduction de taux.

Dans le cas des prêts, la période de fixation des taux, plutôt que leur échéance, détermine dans une grande mesure la rapidité d'ajustement au nouveau niveau des taux. Les taux de référence pour les prêts à taux variable sont généralement des taux du marché qui, comme on l'a vu précédemment, se sont fortement adaptés aux baisses du taux directeur, et ce même en territoire négatif. Il en ressort que les prêts à taux variable, et surtout ceux dont le taux est révisé à des échéances relativement courtes,

GRAPHIQUE 6 L'OCTROI DE PRÊTS À TAUX VARIABLE PAR RAPPORT À L'OCTROI DE PRÊTS À TAUX FIXE DANS LA ZONE EURO



Sources: BCE, calculs propres.

peuvent entraîner des pertes de revenus d'intérêts considérables sur le portefeuille existant des banques.

La part des prêts à taux variable varie fortement d'un pays de la zone euro à l'autre, les approches ou habitudes étant vraisemblablement assez établies dans chaque pays, surtout en ce qui concerne les prêts hypothécaires aux ménages. Cette disparité se traduit par un impact différent des changements de taux directeurs. Bien que de manière moins automatique et moins généralisée, les banques qui prêtent majoritairement à taux fixe sont cependant aussi susceptibles d'être affectées par des ajustements de taux lorsque les prêts sont refinancés. Lorsque le processus de refinancement entraîne une compensation pour le prêteur, l'effet négatif sur le revenu de la banque concernée est toutefois atténué en partie (à tout le moins, à court terme).

Le volume et la maturité des obligations à taux fixe dans le portefeuille de titres négociables déterminent aussi la sensibilité de la rentabilité de la banque au taux négatif. Une proportion plus élevée d'obligations par rapport au total bilanciel et une maturité résiduelle plus longue vont ainsi de pair avec une incidence moins nuisible sur la profitabilité. En effet, la valeur des titres détenus augmente lorsque les taux baissent, a fortiori quand leur échéance est plus longue. Au contraire, si les banques détiennent peu d'obligations ou plutôt des titres à courte échéance, les gains de capital générés suite à la réduction des taux seront moindres. Les banques ont ainsi moins le loisir de compenser les pertes à venir sur leur marge nette d'intérêts quand leurs coûts de financement ne s'adaptent que partiellement.

Plus généralement, la proportion de titres négociables détenus par les banques semblerait atténuer l'impact défavorable du taux négatif sur l'offre de crédits aux sociétés non financières. En appliquant la même analyse économique que précédemment, d'une part, aux banques dont la proportion d'actifs négociables⁽¹⁾ est plus élevée et, d'autre part, à celles dont cette proportion est plus faible (respectivement, les quartiles supérieur et inférieur de la distribution), les résultats diffèrent significativement. Pour les banques dont le volume d'actifs négociables est élevé, le ratio des dépôts n'a pas contraint la croissance des prêts aux entreprises en période de taux négatif (le coefficient est considérablement plus réduit que celui des banques possédant moins d'actifs négociables, et pas significativement différent de zéro). Par contre, pour les banques dont le volume d'actifs négociables est limité, l'incidence des dépôts

des ménages sur la croissance des prêts explose (-22 points de base au lieu de -9 points de base en moyenne). En atténuant l'effet défavorable du taux négatif sur la profitabilité bancaire, la revalorisation des titres semble aussi tempérer le possible effet négatif de celui-ci sur l'octroi de crédits.

En fin de compte, les actifs des banques dont la maturité est la plus courte et la sensibilité aux taux la plus forte sont les liquidités excédentaires qu'elles déposent en sus de leurs réserves obligatoires auprès de la banque centrale. Une banque souffrira de pertes sur ses liquidités excédentaires lorsque le taux appliqué à celles-ci est inférieur au coût marginal de leur financement (Buitert et Rahbari, 2016). Bien que ces pertes ne se limitent pas aux périodes de taux négatif, il est probable que, lorsque le taux tombe en dessous de zéro, le coût marginal de financement soit relativement élevé pour des banques détenant une grande proportion de dépôts des ménages, et ce en raison de la rigidité de leur rémunération. La détention d'un gros volume de liquidités excédentaires peut donc peser sur les revenus d'intérêts des banques et, dans la mesure où les coûts de financement sont rigides, sur leur profitabilité. Plusieurs facteurs nuancent pourtant l'importance de cet impact.

Premièrement, même s'il s'est fortement accru depuis le début de 2015, le poids des liquidités excédentaires dans le total bilanciel des banques de la zone euro reste relativement bas (6 % en août 2017), surtout en comparaison de celui des dépôts de détail (22 % à la même date). Ainsi, une baisse de moins de 3 points de base du taux sur les dépôts des ménages compenserait la perte de revenu net d'intérêts induite par une baisse de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt de la BCE.

Deuxièmement, la forte augmentation des liquidités excédentaires observée ces dernières années est la contrepartie des titres achetés par l'Eurosystème dans le contexte de l'APP. Dans la mesure où ces titres étaient détenus par les banques elles-mêmes, ils leur ont rapporté des gains de capital au moment de leur vente.

Enfin, troisièmement, la distribution des liquidités excédentaires entre banques est un important facteur permettant d'en évaluer l'incidence : si elles sont surtout concentrées entre les mains de banques détenant une proportion réduite de dépôts de détail, l'effet sur la profitabilité du secteur bancaire devrait être très limité⁽²⁾.

4.3 L'offre de prêts bancaires a-t-elle pâti du taux négatif ?

Il reste important de préciser que ni l'expérience observée jusqu'à présent ni les analyses citées ici ne démontrent

(1) Somme des titres de dette (émis par le secteur public ou par le secteur privé, sauf d'autres banques) et des actions du secteur privé (hormis les banques), en proportion du total du bilan.

(2) Baldo *et al.* (2017) montrent que la distribution des liquidités dépend, entre autres, des modèles d'entreprise des banques : les banques d'investissement et les institutions de clearing ont ainsi tendance à accumuler plus de liquidités excédentaires par rapport à leur total bilanciel. Cela suggère que les liquidités excédentaires ne poseraient pas de risque pour la transmission de la politique monétaire aux prêts bancaires.

d'effet récessif du taux négatif en termes absolus, tel que défini par Brunnermeier et Koby (2017)⁽¹⁾. De manière générale, la mise en œuvre de la politique de taux négatif dans la zone euro est allée de pair avec une accélération de l'octroi de crédits, de même qu'avec une baisse marquée des taux débiteurs bancaires. Les taux des prêts ont significativement plus décliné que le taux moyen de référence sur le marché interbancaire (soit le taux auquel les banques peuvent se financer sur ce marché) (ECB, 2017a). Ces développements positifs sont confirmés par les réponses des banques à des questions portant sur l'impact du taux négatif sur l'octroi de crédits dans le cadre des enquêtes trimestrielles sur l'octroi de crédits dans la zone euro. Malgré l'effet négatif sur le revenu net d'intérêts, le taux négatif aurait un effet positif sur le volume prêté et aurait contribué à réduire les taux débiteurs (ECB, 2017c). Dans le même temps, certaines banques de la zone euro se sont davantage tournées vers des activités générant des frais et commissions pour compenser la compression de leur revenu net d'intérêts (ECB, 2016b).

Il reste cependant difficile de cerner la contribution spécifique du taux négatif à l'évolution observée des taux débiteurs et du crédit bancaire, vu que la BCE a dans le même temps mis en œuvre d'autres mesures, telles que les orientations prospectives, les programmes d'achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées. La partie suivante aborde les interactions entre le taux négatif et ces mesures.

5. Interactions et complémentarités entre la politique de taux négatif et les autres mesures de politique monétaire

Les effets et les canaux de transmission des différentes mesures de politique monétaire prises par la BCE depuis juin 2014 interagissent et se complètent. La combinaison de ces mesures peut dès lors aussi avoir des conséquences supplémentaires spécifiques sur la profitabilité bancaire et sur la transmission au travers des banques.

De manière générale, la présence d'une borne inférieure peut contraindre la capacité de la banque centrale de s'engager à assouplir encore la politique monétaire (Goodfriend, 2016). Le taux négatif peut donc être considéré comme une mesure qui renforce l'action de la politique monétaire, tant conventionnelle que non conventionnelle (Rostagno *et al.*, 2016). S'agissant de la

politique conventionnelle, les réductions de taux sous zéro peuvent ainsi avoir un plus gros impact sur les conditions financières que des baisses de taux en territoire positif si elles changent la perception quant à la borne inférieure des taux directeurs. Dans le contexte de la zone euro, le taux négatif a ainsi permis d'amplifier l'effet des orientations prospectives (Cœuré, 2016) : dans la mesure où des taux faibles sont encore attendus à l'avenir, la plongée sous zéro a en effet diminué les attentes de taux futurs, ce qui a déplacé le reste de la courbe des rendements – bien au-delà du segment court – vers le bas.

Dans le même temps, certaines des autres décisions de la BCE complètent l'incidence des baisses de taux en territoire négatif sur la courbe des rendements, notamment les orientations prospectives et le programme d'achats d'actifs, dont l'effet est plus marqué sur les segments moyen et long de la courbe des rendements. Ainsi, outre le déplacement vers le bas causé par les diminutions de taux, la courbe des rendements s'est aplatie, ce qui peut avoir des effets différents sur la profitabilité des banques. D'une part, vu que les banques tirent normalement profit d'une courbe des rendements plus pentue, cela peut davantage endommager leur rentabilité. En effet, les actifs détenus auparavant sont remplacés par des actifs rapportant un revenu d'intérêts plus faible, impliquant des pertes directes sur la marge nette d'intérêts, dans le cas où les coûts de financement ne s'ajustent pas dans la même mesure.

D'autre part, l'implémentation simultanée des différentes mesures contribue à renforcer l'assouplissement des conditions financières et, ce faisant, à accroître l'incidence positive de la baisse des taux sur l'économie de la zone euro. En conséquence, l'objectif des mesures, à savoir la relance de l'économie et de l'inflation, pourrait être atteint plus rapidement, réduisant ainsi la période de temps pendant laquelle les taux doivent rester à de très bas niveaux – et donc l'impact potentiellement négatif qu'une longue période de taux négatif peut avoir sur les banques.

En outre, la baisse additionnelle des taux à plus long terme induite par l'effet des orientations prospectives et des programmes d'achats gonfle la valeur des actifs négociables détenus par la banque, comme on l'a expliqué précédemment. Les gains en capital dérivés de l'appréciation de ces actifs seraient donc plus substantiels pour les banques que dans le cas où le taux négatif était la seule mesure appliquée par la banque centrale.

Le taux négatif complète aussi la mise en œuvre des programmes d'achats d'actifs (aussi appelés « programmes d'assouplissement quantitatif »), dans la mesure où il accentue le rééquilibrage des portefeuilles typique

(1) Une analyse menée par Goldman Sachs Economic Research (Hazell et Pill, 2016) montre toutefois que la croissance du crédit aux entreprises diminue à la suite d'une baisse des taux lorsque ceux-ci sont à des niveaux très bas ou inférieurs à zéro.

de ces derniers : le fait que la banque obtienne un revenu marginal négatif sur ses réserves excédentaires l'incite à affecter ces réserves différemment, c'est-à-dire à les convertir en d'autres types d'actifs. Le taux négatif peut dès lors se traduire par une croissance des prêts (y compris interbancaires) ou par une exposition plus importante à des actifs plus risqués (parmi lesquels des actifs libellés dans d'autres devises). Ainsi, l'interaction entre le taux négatif et les achats d'actifs permettrait d'augmenter l'efficacité de ces derniers.

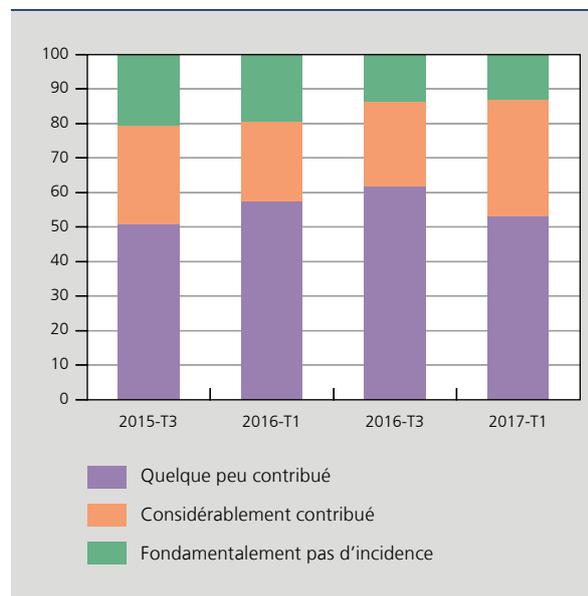
Les programmes d'assouplissement quantitatif peuvent aussi altérer la composition du bilan des banques et, partant, leur rentabilité. En effet, les achats d'actifs impliquent une forte hausse des liquidités excédentaires dans le système bancaire. Bien que la distribution des liquidités excédentaires dépende des stratégies et alternatives des banques individuelles, la réduction de la durée de l'actif d'au moins certaines banques – découlant donc de leur détention de liquidités – peut accentuer les pressions exercées sur leur rentabilité si, dans le même temps, elles font face à des coûts de financement relativement rigides. Ces effets seraient plus marqués dans le cas où les taux directeurs diminuent fortement sous zéro, mais aussi lorsqu'ils restent sous zéro plus longtemps qu'anticipé. Les programmes d'achats ont ainsi une dimension dynamique (avec des liquidités excédentaires croissantes), qui vient s'ajouter à celle de la politique de taux négatif.

Ces pressions peuvent être d'autant plus exacerbées que les programmes d'achats d'actifs sont associés à une augmentation du volume des dépôts et, en particulier, des dépôts de détail, soit de manière directe si la banque centrale achète des titres à la clientèle de détail et si cette dernière dépose les gains auprès des banques de la zone euro, soit de manière indirecte si les effets de second tour des achats impliquent un accroissement des prêts aux ménages et aux entreprises (pour une explication intuitive de cet effet, cf. Cordemans *et al.*, 2016).

De ces interactions découlent des répercussions pour le séquençage des mesures de politique monétaire, en ce qui concerne tant leur implémentation que leur retrait. Selon Brunnermeier et Koby (2017), pour que l'impact des mesures au travers du canal du crédit bancaire soit maximal, les taux directeurs devraient être retombés à leur borne inférieure avant qu'on envisage la mise en œuvre d'un programme d'assouplissement quantitatif. En effet, lorsque de nouvelles baisses de taux (qui revaloriseraient les actifs maintenus dans leur bilan) ne sont plus attendues, les détenteurs d'actifs – en ce compris les banques – sont plus disposés à vendre ceux-ci à la banque centrale dans le cadre d'un programme d'achats. Au contraire, si les taux n'ont pas atteint leur borne

GRAPHIQUE 7 IMPACT DES TLTRO SUR L'OCTROI DE PRÊTS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(pourcentages des banques répondant à la question « Dans quelle mesure les fonds obtenus des TLTRO passées ont-ils contribué à l'octroi de prêts aux sociétés non financières? »)



Source : BCE, enquêtes trimestrielles sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

inférieure, les détenteurs peuvent préférer garder les actifs qu'ils détiennent, érodant ainsi l'efficacité du programme d'achats. En outre, ce séquençage précis implique que les banques peuvent bénéficier des gains en capital associés à la baisse des taux jusqu'à leur borne inférieure, atténuant le possible impact défavorable du taux négatif sur la marge nette d'intérêts. Une réduction de taux inattendue après la vente des actifs serait associée à un gain en capital moins prononcé (ou une diminution de la rémunération des liquidités excédentaires créées par la vente des actifs), ce qui est de nature à limiter la résilience des banques en cas de période prolongée de taux négatif (et, partant, la transmission de l'assouplissement à l'économie).

Pour les banques, la complémentarité des mesures a aussi des retombées par rapport au séquençage du retrait des différentes mesures : clôturer le programme d'achats en premier lieu permettrait de rendre la courbe des rendements plus pentue (la prime de terme augmente), ce qui pourrait alléger l'impact potentiellement négatif d'une période prolongée de taux négatif sur la rentabilité des banques, tout en maintenant les taux à court terme à de relativement bas niveaux.

La complémentarité entre le taux négatif et les TLTRO est plus spécifique et plus centrée sur les banques. Ces opérations, qui visent à encourager l'octroi de crédits bancaires

aux entreprises, assurent un financement à moyen terme très aisé aux banques qui y participent⁽¹⁾; elles exercent ainsi une pression baissière sur les coûts de financement des banques (tant directe, pour celles qui empruntent des fonds, qu'indirecte, en offrant une source de financement additionnelle concurrençant les sources traditionnelles, telles que l'émission d'obligations bancaires ou les prêts interbancaires, et comprimant leurs rendements). Plus particulièrement, la deuxième série de TLTRO, mise en œuvre depuis juin 2016, offre des fonds pendant une période allant jusqu'à quatre ans à un taux potentiellement égal à celui de la facilité de dépôt. En octobre 2017, la liquidité créée grâce aux TLTRO s'élevait à 758 milliards d'euros, soit 42 % des liquidités excédentaires du système bancaire de la zone euro et 2,4 % du total bilanciel des banques.

En diminuant leurs coûts de financement, les TLTRO auraient atténué l'impact négatif de la rigidité des taux des dépôts sur la marge nette d'intérêts des banques et, dès lors, sur l'octroi de crédits. En effet, si on en croit les réponses aux enquêtes trimestrielles sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques estiment que les TLTRO ont contribué positivement à l'octroi de prêts aux sociétés non financières.

Conclusion

La politique de taux négatif est devenue ces dernières années, conjointement avec d'autres mesures de politique monétaire à caractère non conventionnel, un instrument additionnel pour les banques centrales. Bien que son utilisation se soit répandue, tant pour combattre les risques de déflation que pour contrôler le taux de change, elle présente des limites quant à la transmission monétaire au travers des banques.

Ces limites trouvent leur origine dans l'existence d'une borne inférieure aux alentours de 0 % pour les taux des dépôts de détail. Cette borne implique en effet une rigidité à la baisse des coûts de financement des banques lorsque le taux directeur est trop diminué et, a fortiori, lorsqu'il tombe en territoire négatif.

La rigidité à la baisse des coûts de financement des banques peut créer des pressions baissières sur leur marge nette d'intérêts et, in fine, les contraindre dans leur capacité d'octroyer plus de prêts à l'économie. Aussi, plus la période de taux négatif se prolonge, plus il semble possible que des effets récessifs sur la dynamique de prêts émergent. Les banques peuvent cependant aussi bénéficier de gains de capital et de l'amélioration des conditions macroéconomiques liée à l'assouplissement monétaire. Ainsi, l'effet ultime du taux négatif sur la rentabilité des banques et sur l'octroi de prêts dépendra de la composition des bilans des banques.

En outre, la politique de taux négatif dans la zone euro n'est pas une mesure isolée. Par le biais des interactions et des effets de complémentarité avec les autres mesures de politique monétaire, l'impact potentiellement défavorable d'une politique de taux négatif sur la rentabilité des banques et sur leur capacité de prêter davantage peut être atténué. Par ailleurs, la combinaison des mesures est de nature à faciliter la transmission, ce qui contribue à atteindre les objectifs de la politique monétaire plus rapidement et à limiter la longueur de la période durant laquelle le taux négatif est nécessaire. Les évolutions observées au niveau de l'octroi de prêts dans la zone euro depuis la mise en œuvre de la politique de taux négatif semblent indiquer une transmission sans heurt par les banques.

(1) Pour plus d'information sur les TLTRO, cf., entre autres, ECB (2017d).

Bibliographie

Altavilla C., G. Carboni et R. Motto (2015), *Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the Euro Area*, ECB, Working Paper Series 1864.

Ampudia M. et S. Van den Heuvel (2017), *Monetary policy and bank equity values in a time of low interest rates* (en préparation/version d'octobre 2017 ; SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2976372).

Arteta C., M. A. Kose, M. Stocker et T. Taskin (2016), *Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications*, World Bank Group, Policy Research Working Paper 7791.

Baldo L., B. Hallinger, C. Helmus, N. Herrala, D. Martins, F. Mohing, F. Petroulakis, M. Resinek, O. Vergote, B. Usciati et Y. Wang (2017), *The distribution of excess liquidity in the euro area*, ECB, Occasional Paper Series 200.

Barr M., B. Kasman et D. Mackie (2016), *Negative Policy Rates: The Bound Is Lower Than You Think*, J.P. Morgan, Special Report, Economic Research, 9 February.

Bech M. et Malkhozov A. (2016), « How have central banks implemented negative policy rates ? », *BIS Quarterly Review*, March, 31-44.

Bernanke S. et M. Gertler (1995), « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 27-48.

Bindseil U. (2017), *Negative interest rates and (other) non-conventional measures – Motivation and ECB experience*, Presentation at the IMF-BoA conference on negative euro area rates, Tirana, Albania, 5 May.

Boeckx J., M. de Sola Perea et G. Peersman (2017), *The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area*, CESifo Working Paper Series 6442.

Borio C., L. Gambacorta et B. Hofmann (2015), *The influence of monetary policy on bank profitability*, BIS Working Papers No. 514, October.

Borio C. et A. Zabai (2016), *Unconventional monetary policies: a re-appraisal*, BIS Working Papers No. 570, July.

Brunnermeier M.K. et Y. Koby (2017), *The Reversal Interest Rate: The Effective Lower Bound of Monetary Policy* (en préparation/version de juillet 2017 ; <https://scholar.princeton.edu/markus/publications/reversal-interest-rate-effective-lower-bound-monetary-policy>).

Buiter, W. H. (2009), *Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound*, NBER, Working Paper 15118.

Buiter, W.H. et N. Panigirtzoglou (2003), « Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency: Gesell's Solution », *Economic Journal*, 113 (490), 723-46.

Buiter, W.H. et E. Rahbari (2016), *How Many Financial Sector Business Models Are Damaged By Low and Negative Rates ?*, Citi Research, Global Economics Review, 20 June.

Claessens, S., N. Coleman et M. I. Donnelly (2017), *Low-For-Long Interest Rates and Banks' Interest Margins and Profitability: Cross-Country Evidence*, International Finance Discussion Papers 1197.

Cœuré B. (2014), *Life below zero: Learning about negative interest rates*, Speech at the annual dinner of the ECB's Money Market Contact Group, Frankfurt, Germany, 9 September.

Cœuré B. (2016), *Assessing the implications of negative interest rates*, Speech at the Yale Financial Crisis Forum, New Haven, USA, 28 July.

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.

De Backer B. et J. Wauters (2017), « Les déterminants cycliques et structurels de l'environnement de taux d'intérêt bas », BNB, *Revue économique*, septembre, 73-92.

Deroose M. et A. Stevens (2017), « Causes et conséquences de la faiblesse de l'inflation dans la zone euro », BNB, *Revue économique*, juin, 117-134.

ECB (2016a), « Trends in the external financing structure of euro area non-financial corporations », *Economic Bulletin*, Issue 5, 29-32.

ECB (2016b), « Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income », *Financial Stability Review*, November, 147-157.

ECB (2017a), « MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy », *Economic Bulletin*, Issue 1, 40-63.

ECB (2017b), *Sensitivity Analysis of IRRBB – Stress test 2017 Final results*, October.

ECB (2017c), *The euro area bank lending survey. Third quarter of 2017*, October.

ECB (2017d), « The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation », *Economic Bulletin*, Issue 3, 42-46.

Eser F., M. C. Amaro, S. Iacobelli et M. Rubens (2017), *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012*, ECB, Occasional Paper Series 188.

IMF (2016), « Article IV Consultation, Euro Area Policies: Selected Issues Paper », *Country Report*, 16/220.

IMF (2017), *Negative interest rate policies – Initial experiences and assessments*, Policy Paper.

Genay H. et R. Podjasek (2014), *What is the Impact of Low Interest Rate Environment on Bank Profitability?*, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Fed Letter 324.

Goodfriend, M. (2000), « Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32(4), Part 2, 1007-35.

Goodfriend, M. (2016), *The case for unencumbering interest rate policy at the zero lower bound*, Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26-27 August.

Hazell J. et H. Pill (2016), *Monetary policy transmission: When rates are (very) low, the bank lending channel is weak*, European Economic Analyst, Goldman Sachs Economic Research, 15 September.

Heider F., F. Saidi et G. Schepens (2017), *Life Below Zero: Bank Lending Under Negative Policy Rates* (SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2788204>).

Jobst A. A. et H. Lin (2016), *Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area*, IMF, Working Paper 16/172.

Kasongo Kashama M. (2014), « Le comment et le pourquoi d'un taux négatif pour la facilité de dépôt », BNB, *Revue économique*, septembre, 107-116.

Kimball M. (2013), *How and Why to Eliminate the Zero Lower Bound: A Reader's Guide*, Confessions of a Supply-Side Liberal blog, 20 September.

Madashi C. et I. P. Nuevo (2017), *The profitability of banks in a context of negative monetary policy rates: the cases of Sweden and Denmark*, ECB, Occasional Paper Series 195.

McAndrews J. (2015), *Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where Is the Lower Bound?*, Speech at the University of Wisconsin, Madison, USA, 8 May.

Panigirtzoglou N., N.Srivastava, J. Vakharia et M. Inkinen (2016), *The unintended consequences of very negative rates*, J.P. Morgan, Flows & Liquidity, Economic Research, 12 February.

Rahbari E., W. H. Buiter et C. Rojas (2016), *Negative Policy Rates – What's Next? Who's Next?*, Citi Research, Global Economics Review, 11 February.

Rogoff K. (2014), *Costs and Benefits of Phasing Out Paper Currency*, Paper presented at the NBER Macroeconomics Annual Conference, Harvard University, Massachusetts, USA, 11 April.

Rostagno M., U. Bindseil, A. Kamps, W. Lemke, T. Sugo et T. Vlassopoulos (2016), *Breaking through the zero line. The ECB's negative interest rate policy*, Presentation at the Brookings Institution Conference on Negative interest rates: Lessons learned... so far, Washington DC, USA, 6 June.

Woodford M. (2012), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve of Kansas City, 185-288.

Se dirige-t-on vers un nouveau dosage des politiques dans la zone euro ?

P. Butzen
S. Cheliout
N. Cordemans
E. De Prest
W. Melyn
S. Van Parys
L. Van Meensel

Introduction

La politique macroéconomique joue un rôle crucial de stabilisation au sein des économies de marché : elle poursuit un objectif de croissance économique stable et non inflationniste, favorisant le plein emploi. Si elle n'a pas fondamentalement remis en question le consensus qui prévalait, la récente crise économique et financière mondiale a mis à nu plusieurs de ses faiblesses. L'environnement économique actuel, qui se caractérise par une croissance modérée, une inflation faible et des taux d'intérêt bas, nécessite par ailleurs de repenser le fonctionnement et les rôles respectifs des politiques monétaire et budgétaire. Le cas de la zone euro est particulier, la crise de la dette publique ayant été riche d'enseignements.

Dans ce contexte, le présent article aborde la question du dosage des politiques macroéconomiques dans la zone euro. La première partie introduit le consensus macroéconomique prévalant avant la crise et les leçons de cette dernière. La deuxième partie aborde la situation macroéconomique actuelle, tandis que la troisième résume la politique monétaire de l'Eurosystème. La quatrième partie s'intéresse au type de politique budgétaire souhaitable dans l'environnement actuel, tant au niveau des pays individuels que de la zone euro dans son ensemble. La cinquième partie pose la question du rôle spécifique de l'Allemagne. La sixième partie s'interroge quant à elle

sur la nécessité d'un cadre politique européen adapté. L'article se referme sur une série de conclusions.

1. Nouveaux éclairages en matière de dosage des politiques

1.1 Le consensus macroéconomique prévalant avant la crise

Une économie de marché est intrinsèquement confrontée à des cycles économiques, à savoir des périodes d'expansion et de contraction de l'activité d'amplitudes variables. Leur fréquence et leur durée dépendent d'événements aléatoires de natures diverses – ce qu'on appelle des « chocs » dans le jargon économique. Parmi ceux-ci, citons les innovations (technologiques, financières, etc.), les évolutions géopolitiques, les phénomènes météorologiques, les ajustements de politiques publiques, ou encore les « esprits animaux » (Keynes, 1936 ou Akerlof et Shiller, 2009). Ces derniers sont inhérents à la nature humaine et correspondent aux élans d'optimisme ou de pessimisme qui influencent les décisions des agents économiques.

Le secteur financier joue un rôle d'accélérateur des cycles économiques (Bernanke *et al.*, 1996). Les octrois de crédits qui financent la consommation ou les

investissements reposent sur des garanties. En période d'optimisme et d'expansion économique, la valeur de celles-ci tend à s'accroître. Dans ce contexte, le crédit se fait généreux, ce qui soutient les dépenses. À l'inverse, lorsque le pessimisme prend le dessus et que l'activité se contracte, la valeur des garanties se réduit. Le crédit se fait alors plus rare, ce qui freine la consommation et les investissements. En sus de l'effet de richesse, qui désigne l'impact d'une variation du patrimoine sur les comportements de dépense et d'épargne, les interactions entre les sphères financière et réelle de l'économie génèrent ainsi, selon les cas, des cercles vertueux ou vicieux d'expansion ou de contraction de l'activité.

La variabilité de l'activité suscite de l'incertitude et, si on part de l'hypothèse que les individus éprouvent de l'aversion pour le risque, influe sur les décisions de consommation et d'investissement. Elle s'accompagne en outre généralement d'une variabilité de l'inflation et de l'emploi coûteuse en termes de bien-être. Une inflation instable pèse sur la confiance et sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Elle dilate par ailleurs les primes de risque sur les marchés financiers et gonfle les taux d'intérêt. Elle gêne ainsi les décisions économiques et empêche une allocation optimale des ressources. Enfin, une variabilité imprévisible du niveau des prix induit une redistribution arbitraire des richesses et des revenus entre les débiteurs et les créanciers. Le cas extrême d'une spirale déflationniste, dans le cadre de laquelle une baisse des prix alourdit le poids des dettes et inversement, est particulièrement dommageable (Fisher, 1933). Une hausse du chômage en période de ralentissement de l'activité entraîne des pertes à la fois de revenus et de capital humain.

Dans ce contexte, la politique macroéconomique entend précisément prévenir et minimiser les effets indésirables des fluctuations économiques: selon le consensus qui a émergé au début des années 1980, elle poursuit un objectif de croissance économique stable et non inflationniste, favorisant le plein emploi. Les politiques monétaire et budgétaire constituent ses deux instruments phares.

La politique monétaire veille sur la stabilité des prix

La politique monétaire, c'est-à-dire la régulation des prix et/ou de la quantité de monnaie – entendue comme l'ensemble des moyens de paiement – dans l'économie,

doit garantir la stabilité des prix à moyen terme. Elle participe ainsi de la meilleure façon qui soit à la prospérité économique et à la création d'emplois. Suivant l'idée de la « divine coïncidence », en contrôlant l'inflation, la banque centrale minimise en effet l'écart de production, à savoir la différence entre les productions réelle et potentielle (Blanchard et Galí, 2007). Elle favorise dès lors également le plein emploi.

L'horizon de moyen terme se justifie par les délais de transmission de la politique monétaire et par la volonté de limiter au maximum les fluctuations de la production qui résulteraient d'un activisme débordant de la banque centrale. Pour éviter tout biais inflationniste, il convient de confier la politique monétaire à une banque centrale indépendante du pouvoir politique et de proscrire tout financement monétaire de la dette publique.

La stabilité des prix contribue par ailleurs à la stabilité financière. En prévenant toute inflation excessive, elle réduit les risques des contrats conclus en termes nominaux et, en empêchant la déflation, elle prévient un accroissement de l'endettement en termes réels (Aucremanne et Ide, 2010). La banque centrale doit prêter attention à l'évolution des prix des actifs, mais uniquement dans la mesure où la stabilité des prix est menacée. Un rôle de « prêteur en dernier ressort » lui est par ailleurs dévolu, qui consiste à fournir des liquidités d'urgence en situation de perturbations financières⁽¹⁾.

Les taux d'intérêt directeurs sont l'instrument traditionnel de la politique monétaire: en pilotant le taux du marché monétaire, la banque centrale influence les conditions de financement dans l'ensemble de l'économie. Les autorités monétaires suivent implicitement une « règle de Taylor » (Taylor, 1993). Elles réagissent à la fois aux déviations de l'inflation par rapport à sa cible et à celles de la croissance de la production par rapport à son niveau potentiel. Afin d'agir sur les taux d'intérêt réels, soit les taux considérés comme pertinents pour les décisions de consommation et d'investissement, les autorités ajustent plus que proportionnellement les taux directeurs aux mouvements de l'inflation.

La politique budgétaire repose sur les stabilisateurs automatiques

La politique budgétaire – qui consiste dans la régulation des recettes et des dépenses publiques de l'économie – contribue à la stabilisation macroéconomique essentiellement à travers le fonctionnement des stabilisateurs automatiques. Il s'agit principalement des impôts et des allocations de chômage, qui lissent naturellement les fluctuations de l'activité.

(1) Ce rôle a été à l'origine de la création de nombreuses banques centrales au XIX^e et au XX^e siècles. Il s'entendait vis-à-vis du secteur bancaire comme du gouvernement, tous deux étant intimement liés et directement sujets à un risque de défaut en cas de crise de confiance. Rarissime dans la pratique, le rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrales avait en effet largement été relégué au second plan dans les économies avancées à la veille de la Grande Récession.

En temps « normal », à savoir dans le cas d'une récession de courte durée⁽¹⁾, une politique budgétaire discrétionnaire n'est pas recommandée. Les contraintes institutionnelles et les délais de mise en œuvre d'une telle politique limitent en effet son efficacité pratique, voire la rendent procyclique. De plus, les incertitudes entachant le multiplicateur budgétaire et les potentiels effets d'équivalence ricardienne⁽²⁾ suscitent des doutes sur ses retombées (Blanchard *et al.*, 2010). Un autre argument allant à l'encontre d'une politique budgétaire discrétionnaire réside dans le rôle supérieur qui est reconnu à la politique monétaire en matière de stabilisation macroéconomique et à l'inutilité perçue d'un second instrument⁽³⁾. Dans ce contexte, la politique budgétaire doit se focaliser sur la soutenabilité des finances publiques et éviter de perturber la politique monétaire dans la réalisation de son objectif de stabilité des prix.

Bien que l'idée ne fasse pas l'unanimité, il est admis que, en situation de « trappe à liquidité », une politique budgétaire discrétionnaire concourt bel et bien à la

stabilisation macroéconomique (Keynes, 1936). C'est notamment le cas après un grave « choc » défavorable et lorsque la politique monétaire n'est plus à même de stimuler les prix ou l'activité – parce que les agents économiques ne réagissent plus à l'accroissement de la liquidité ou parce que les taux d'intérêt directs sont tombés à leur niveau plancher. Le multiplicateur budgétaire est alors particulièrement élevé car l'effet d'éviction⁽⁴⁾ disparaît. La durée d'une telle récession excède par ailleurs généralement les délais du processus de décision politique.

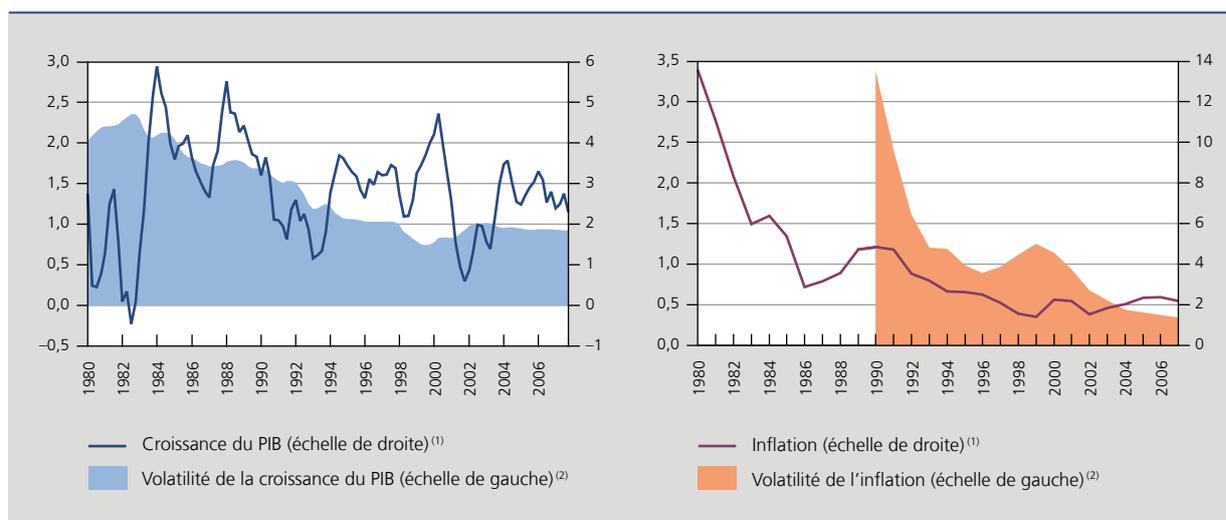
Après la « Grande Dépression » des années 1930, la « trappe à liquidité » est longtemps restée une curiosité intellectuelle réservée aux manuels scolaires. L'expérience japonaise à compter du milieu des années 1990 et la récession américaine au début des années 2000 ont toutefois réveillé l'engouement pour le sujet (cf. par exemple Auerbach et Obstfeld, 2003 ou Eggertsson et Woodford, 2004).

« Grande Modération »

Vers le milieu des années 2000, il était largement admis que le cadre décrit ci-avant avait contribué à renforcer la stabilité macroéconomique dans les économies avancées. La plus grande stabilité de la croissance économique et de l'inflation, de même que le caractère plus modéré de cette dernière, avaient été amorcés au début des années 1980. Le phénomène avait été baptisé « Grande Modération » (cf. par exemple Bernanke, 2004).

- (1) Il n'y a pas de consensus sur la définition d'une récession. Selon le National Bureau of Economic Research (NBER), il s'agit d'un « déclin significatif et généralisé de l'activité économique » qui s'étend sur une période de deux trimestres consécutifs ou plus. Historiquement, il apparaît qu'une récession dure au plus environ une année et qu'elle se traduit par une baisse de la production inférieure à 5 %. Un ralentissement de l'activité plus sévère et plus long peut être qualifié de « dépression ».
- (2) Suivant cette hypothèse, en réaction à une expansion budgétaire et à un creusement du déficit public, le secteur privé va épargner davantage car les ménages et les entreprises supposent que les pouvoirs publics vont relever les impôts ou réduire les allocations. Sous sa forme la plus extrême, cette théorie implique qu'une expansion budgétaire ne stimule nullement l'économie, pas plus qu'une contraction budgétaire ne la freine.
- (3) Cette vision a très largement circulé dans les milieux universitaires et les banques centrales. Dans la pratique, toutefois, certaines mesures discrétionnaires ont également vu le jour lors de récessions « standard » (Blanchard *et al.*, 2010).
- (4) La baisse des dépenses privées induite par la pression à la hausse qu'une politique budgétaire expansionniste exerce sur les taux d'intérêt.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION ET VOLATILITÉ DE LA CROISSANCE DU PIB ET DE L'INFLATION DANS LES PAYS AVANCÉS



Source : FMI.

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

(2) Écart type pour des fenêtres mobiles de 40 trimestres.

Zone euro: un cadre plutôt conforme au consensus

Le cadre institutionnel de l'Union économique et monétaire (UEM) repose sur le traité de Maastricht de 1992 et reflète dans une large mesure le consensus macroéconomique qui prévalait avant la crise.

La politique monétaire unique a été confiée à une autorité indépendante – l'Eurosystème – dotée d'un mandat axé sur la stabilité des prix. Dans le contexte de sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini un objectif d'inflation pour la zone euro: celle-ci doit être « proche de, mais inférieure à 2 % à moyen terme ». En temps normal, l'Eurosystème assouplit ou resserre l'orientation de la politique monétaire en ajustant ses taux d'intérêt directeurs à la baisse ou à la hausse.

La politique budgétaire est restée décentralisée, aux mains des autorités nationales. Elle est toutefois régie par des règles communes qui reposent sur l'idée que les autorités doivent viser l'équilibre budgétaire et laisser les stabilisateurs automatiques jouer librement pour accommoder les chocs. Se fondant sur les dispositions du traité de Maastricht, le pacte de stabilité et de croissance (PSC) adopté en 1997 impose des valeurs de référence maximales en termes de déficit et de dette publics (respectivement 3 et 60 % du PIB)⁽¹⁾. Composé d'un volet préventif et d'un volet correctif, il se veut le garant de la discipline budgétaire au sein de l'UEM. En mettant l'accent sur la discipline budgétaire, il doit à la fois assurer une meilleure coordination des politiques, garantir la soutenabilité des finances publiques et prévenir les effets de débordement⁽²⁾.

Afin de préserver une discipline de marché tout en se conformant aux règles budgétaires, le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) prohibe le financement monétaire de la dette publique (art. 123) et contient une clause de non-renflouement (art. 125).

(1) Le déficit de financement nominal des administrations publiques ne peut excéder 3 %, sauf si celui-ci s'est réduit sensiblement et constamment et s'il atteint un niveau proche de la valeur de référence, ou encore si ce dépassement est exceptionnel et temporaire et si le déficit est proche de la valeur de référence. L'encours de la dette publique ne peut dépasser 60 % du PIB ou, si tel est néanmoins le cas, doit tendre vers cette valeur de référence à un rythme satisfaisant.

(2) En particulier, les effets haussiers sur les taux d'intérêt et sur l'inflation dans la zone dans son ensemble qu'induirait une politique budgétaire excessivement expansionniste. Au sein d'une union monétaire, l'incitation à mener une politique budgétaire expansive est d'autant plus forte que la banque centrale décide de sa politique monétaire sur la base de l'inflation moyenne. Un pays qui conduit une politique budgétaire peu vertueuse peut ainsi potentiellement bénéficier de taux d'intérêt réels plus bas, ce qui stimulera sa croissance à court terme (Boeckx et Deroose, 2016).

(3) Les conditions du PSC ont globalement été assouplies. L'accent a été mis sur un renforcement des fondamentaux économiques et sur la flexibilité du pacte. Cette réforme a concerné tant le volet préventif que le volet correctif du pacte. La principale modification apportée au volet préventif a concerné la définition de l'objectif à moyen terme, à savoir un budget qui soit quasi en équilibre ou qui affiche un excédent. Cet objectif est désormais exprimé en termes structurels, c'est-à-dire corrigé des incidences conjoncturelles et des facteurs non récurrents. S'agissant des procédures correctives, la définition des circonstances exceptionnelles dans lesquelles un déficit de plus de 3 % n'est pas considéré comme excessif a été fortement assouplie.

Cette dernière interdit à l'Union et à ses États membres de garantir les engagements publics d'autres États membres.

Pour permettre aux autorités nationales de réagir plus aisément aux chocs économiques « idiosyncratiques » dans un contexte où les politiques monétaire et de change avaient été unifiées, les règles budgétaires ont été quelque peu allégées à compter de 2005⁽³⁾. Le cadre institutionnel européen n'intégrait cependant pas d'instrument stabilisateur – prêteur en dernier ressort ou pouvoir budgétaire – au niveau supranational.

1.2 Les leçons de la crise

La crise économique et financière mondiale de 2007-2010 n'a pas fondamentalement remis en question le cadre général de la politique macroéconomique qui prévalait. En particulier, l'objectif primordial de maintien de la stabilité des prix assigné à la politique monétaire et l'indépendance de la banque centrale ne sont aujourd'hui pas contestés. L'attention portée à la soutenabilité et à la stabilisation des finances publiques s'est quant à elle accrue. La crise a néanmoins mis au jour certaines faiblesses du cadre macroéconomique de référence. Dans la zone euro, plus que les imperfections du cadre budgétaire européen, c'est le caractère incomplet de l'architecture institutionnelle de l'UEM – en matière de surveillance et d'assistance – qui a été mis en exergue (De Grauwe, 2013 et Buti, 2016).

Faibles du cadre macroéconomique de référence

Premièrement, la crise a révélé que la stabilité des prix était une condition nécessaire, mais non suffisante, à la stabilité financière. La plus grande stabilité macroéconomique observée au cours de la « Grande Modération » n'a pas empêché l'apparition de déséquilibres financiers: bulles financières et immobilières, surendettement des ménages et des sociétés financières, etc. En exerçant une pression baissière sur les taux d'intérêt, elle pourrait même avoir favorisé l'accroissement de l'instabilité en créant les conditions d'une prise de risque accrue (Boeckx et Cordemans, 2017). La « Grande Récession » a également démontré les conséquences que l'instabilité financière pouvait avoir sur la transmission de la politique monétaire et sur l'économie réelle.

Dans ce contexte, est apparue au grand jour la nécessité de conduire une politique macroprudentielle veillant à la stabilité du système financier dans son ensemble, en prévenant notamment l'accumulation de risques financiers. De nombreux pays ont pris des arrangements institutionnels et ont adopté des outils en ce sens. La question de la prise en considération des risques pesant sur la stabilité

financière dans la conduite de la politique monétaire est par ailleurs revenue sur la table, sans que le débat ne soit tranché (cf. par exemple IMF, 2015).

Deuxièmement, la crise a rappelé le rôle crucial de prêteur en dernier ressort que jouent les banques centrales dans le contexte d'un assèchement de la liquidité sur les marchés. Elle a en particulier pleinement illustré la garantie implicite dont bénéficient les autorités budgétaires des économies souveraines sur le plan monétaire. L'absence de rôle de prêteur en dernier ressort de l'Eurosystème vis-à-vis des gouvernements de la zone euro est en effet considérée comme un élément-clé de l'aggravation de la crise de la dette publique (Draghi, 2014).

Troisièmement, la crise a montré les limites de la politique monétaire « conventionnelle » fondée sur l'ajustement des taux d'intérêt directeurs. D'une part, afin de préserver l'intermédiation financière et la bonne transmission de la politique monétaire, elle a poussé les banques centrales à modifier la composition de leurs bilans, une politique qualifiée d'assouplissement « qualitatif ». D'autre part, dans l'optique de rendre la politique monétaire plus accommodante elle a conduit les banques centrale à donner des « orientations prospectives » sur l'évolution future de la politique monétaire. Elle les a également incitées à acheter massivement des actifs réputés peu risqués – une politique qualifiée d'assouplissement « quantitatif » (cf. par exemple Cordemans et al., 2016).

Quatrièmement, la crise a démontré le rôle stabilisateur de la politique budgétaire en situation de trappe à liquidité⁽¹⁾. Cela a notamment été le cas aux États-Unis et au Royaume-Uni, alors que, dans la zone euro, les politiques budgétaires ont davantage été contraintes par la crise de la dette souveraine (cf. infra). L'intensité de la récession, sa durée et les limites auxquelles la politique monétaire s'est heurtée ont justifié dans plusieurs pays la conduite d'une politique budgétaire discrétionnaire expansionniste. Il a en outre été reconnu que le multiplicateur budgétaire est plus grand – et parfois supérieur à 1 – lorsque les taux d'intérêt directeurs tombent à leur niveau plancher. Dans ce cas, une hausse des dépenses publiques se traduit par une augmentation plus que proportionnelle de

la production dans l'économie. La crise a ainsi souligné l'importance de disposer de marges de manœuvre budgétaires afin de pouvoir réagir en cas de choc négatif, ce qui implique de faire baisser la dette lorsque la conjoncture est favorable.

Enfin, cinquièmement, la crise a illustré les interactions pouvant survenir entre les deux piliers de la politique macroéconomique. En période de récession, la politique monétaire contribue à la soutenabilité des finances publiques au travers de l'assouplissement des conditions de financement dans l'économie et des programmes d'achats d'actifs généralement axés sur les bons du Trésor. Elle favorise ainsi la relance budgétaire et l'introduction de réformes structurelles. La politique budgétaire participe pour sa part à la stabilité des prix en apportant son soutien à la demande agrégée. En outre, les investissements publics, couplés aux réformes structurelles, contribuent à la croissance potentielle et assurent une plus grande efficacité de la politique monétaire en soutenant le taux d'intérêt réel d'équilibre⁽²⁾.

Défauts de construction de la zone euro

L'appartenance à une union monétaire requiert potentiellement un plus grand activisme budgétaire pour stabiliser l'économie nationale en cas de choc idiosyncratique. Or, la crise de la dette publique qui a touché la zone euro entre le début de 2010 et la fin de 2012 a mis en lumière les contraintes que faisait peser cette appartenance à une union monétaire sur les capacités stabilisatrices de la politique budgétaire nationale. Les États membres de la zone euro s'endettent dans une monnaie qu'ils ne contrôlent pas : l'interdiction du financement monétaire par l'Eurosystème et la clause de non-renflouement les rendent pleinement dépendants des marchés financiers et de la discipline qui s'y exerce pour se financer. Or, les marchés peuvent se montrer volatils et irrationnels, déconnectés des fondamentaux macroéconomiques. Dans ce contexte, les États membres de la zone euro sont extrêmement vulnérables à des crises de liquidités, lesquelles peuvent aisément se muer en des crises de solvabilité.

Sous la pression des marchés et en l'absence de structures de soutien institutionnelles adéquates au niveau de la zone, plusieurs pays sévèrement touchés par la crise ont été contraints d'imprimer – du point de vue macroéconomique – une orientation excessivement restrictive et procyclique à leur politique budgétaire (Orphanides, 2017). Le dosage des politiques macroéconomiques est dès lors resté dominé par la politique monétaire unique, elle-même confrontée à la borne inférieure des taux directeurs (Cordemans et al., 2016). Ce déséquilibre s'est révélé sous-optimal à la fois pour les pays individuels et pour la

(1) Pour certains (Feldstein, 2016), en cas de crise aiguë, il est même préférable de recourir à la politique budgétaire plutôt qu'à la politique monétaire. La politique budgétaire ne s'accompagnerait en effet pas des risques que certaines mesures de politique monétaire dites « non conventionnelles » font peser sur la stabilité financière. En compressant les taux sans risque à long terme, les programmes d'achats d'actifs favoriseraient par exemple la quête de rendements et pèseraient sur la rentabilité des banques en comprimant les marges d'intermédiation.

(2) Le taux réel d'équilibre est le taux d'intérêt qui prévaudrait dans un contexte de production d'équilibre, c'est-à-dire lorsque la production correspond à son niveau potentiel, et compatible avec la stabilité des prix. Ce taux théorique n'est pas constant dans le temps et évolue notamment avec des facteurs réels a priori exogènes à la politique monétaire tels que la productivité de l'économie. L'orientation de la politique monétaire se mesure à l'aune de l'écart entre les taux directeurs réels, à savoir ajustés pour l'inflation, et le taux réel d'équilibre (Boeckx et al., 2013).

zone euro dans son ensemble. Pour De Grauwe (2013), l'union monétaire telle qu'elle a été conçue a probablement exacerbé les chocs idiosyncratiques.

La crise de la dette souveraine a également mis en exergue les conséquences désastreuses qui peuvent découler des difficultés du système bancaire, en raison du poids que celui-ci représente dans le financement de l'économie de la zone euro et des liens étroits qu'il entretient avec le secteur public. Les boucles de rétroaction négative entre les secteurs bancaire et souverain domestiques ont entraîné une segmentation des marchés financiers selon les frontières nationales et ont lourdement perturbé la transmission de la politique monétaire dans les pays les plus affectés. La crise de la zone euro a ainsi illustré la dette financière implicite liée au rôle crucial que jouent les gouvernements dans le sauvetage des banques⁽¹⁾.

Enfin, la crise dans la zone euro a souligné la nécessité de surveiller plus étroitement les déséquilibres macroéconomiques et financiers, comme les bulles immobilière et de crédit qui ont été à l'origine des déboires du secteur bancaire dans plusieurs pays.

La réponse des autorités

Diverses mesures se sont révélées cruciales pour pallier les manquements de la zone euro et leurs conséquences dommageables sur le plan macroéconomique.

Premièrement, il a été décidé de renforcer la surveillance macroéconomique et la coordination des politiques économiques et budgétaires au sein de l'UE : révision des règles du PSC⁽²⁾, élargissement du contrôle des déséquilibres à d'autres indicateurs macroéconomiques que les finances publiques, adoption du « semestre européen »⁽³⁾, adoption du traité sur la stabilité, la coordination et la croissance (TSCG)⁽⁴⁾, etc.

Deuxièmement, des pare-feu européens ont été mis en place : le Fonds européen de stabilité financière (FESF), le

Mécanisme européen de stabilité financière (MESF), puis le Mécanisme européen de stabilité (MES). Ce dernier, qui a remplacé les deux premiers en 2012, a donné lieu à la création d'une institution financière internationale apte à lever des fonds sur les marchés financiers, de sorte que la capacité totale du financement d'urgence a été portée à 700 milliards d'euros. Il permet d'aider, sous de strictes conditions, des États membres en difficulté et peut contribuer au sauvetage des banques. Bien que l'ajustement budgétaire des États membres sous assistance ait été précipité, les ajustements auraient été plus douloureux encore en l'absence d'aide (Bénassy-Quéré *et al.*, 2016).

Troisièmement, l'Eurosystème a endossé un rôle de prêteur en dernier ressort en faveur des gouvernements de la zone euro. Durant l'été de 2012, le Conseil des gouverneurs a annoncé des opérations monétaires sur titres (OMT), au travers desquelles il s'engageait, sous certaines conditions, à acquérir des obligations souveraines en quantités illimitées afin de lutter contre la détérioration grave et rapide des conditions de financement dans plusieurs États. Ces difficultés de financement ne se justifiaient pas au regard des fondamentaux macroéconomiques et financiers sous-jacents, mais elles risquaient de contraindre un pays à sortir de la zone euro et menaçaient l'existence même de cette dernière.

Quatrièmement, il a été décidé en 2012 de lancer une union bancaire, afin de casser la spirale négative entre les secteurs bancaire et public nationaux. Cette union comporte actuellement deux éléments : un mécanisme de supervision unique (MSU) et un mécanisme de résolution unique (MRU). Le MSU surveille de manière uniforme les plus grandes banques de la zone euro directement au niveau européen. L'objectif du MRU est quant à lui de résoudre les défaillances des banques en difficulté de façon ordonnée et à un coût minimal pour les contribuables⁽⁵⁾ et pour l'économie réelle. Un troisième élément-clé, le système européen d'assurance des dépôts (SEAD), n'a pas encore vu le jour. Bien que les règles aient été harmonisées et en dépit des arguments en faveur d'un système commun, le partage des risques reste une question très sensible. Pour cette même raison, le fonds de résolution qui doit venir en aide aux banques en difficulté ne bénéficie pas d'un filet de sécurité budgétaire supranational.

Enfin, cinquièmement, dans la perspective plus générale d'accroître la résilience du système financier européen, la CE a dévoilé un plan visant à établir une union des marchés de capitaux d'ici à 2019. Cette intégration des marchés de capitaux devrait faciliter le partage transfrontalier des risques du secteur privé et, parallèlement,

(1) À la veille de la crise, le niveau d'endettement de plusieurs États qui se sont retrouvés au cœur des tensions n'était pas jugé problématique. En 2008, l'Espagne et l'Irlande affichaient ainsi des niveaux de dette en pourcentage du PIB de l'ordre de 40 %. Les déboires de leurs secteurs bancaires respectifs ont cependant rapidement plombé les comptes publics.

(2) Au cours de la période allant de 2011 à 2013, plusieurs réformes qui élargissaient le cadre budgétaire européen et le rendaient plus strict (Six-Pack, Two-Pack, pacte budgétaire) ont été approuvées. En 2015, le cadre budgétaire a par contre été assoupli puisque, pour fixer l'effort à fournir, le volet préventif du PSC tient désormais compte des circonstances économiques. Pour une description détaillée de ces réformes, cf. Melyn *et al.* (2015).

(3) Cycle annuel de suivi et de surveillance des politiques économiques de l'Union européenne et de ses États membres.

(4) Le TSCG (et, en son sein, le pacte budgétaire) est un accord intergouvernemental qui lie 25 États membres de l'UE et qui prévoit des règles strictes en matière de convergence. Il renforce la mise en œuvre du PSC et accroît la surveillance et la coordination des politiques économiques.

(5) Les nouvelles procédures de résolution de l'UE accordent ainsi une grande importance au renflouement interne, c'est-à-dire à l'implication financière des créanciers dans le sauvetage des banques.

contribuer à renforcer les opportunités de financement et d'investissement respectivement pour les emprunteurs et pour les épargnants.

Ces éléments ont concouru à mettre progressivement fin à la crise de la dette publique à compter de l'été de 2012. Ils ont également permis des ajustements plus graduels des politiques budgétaires et favorisé la reprise économique amorcée en 2013. Bien que la crise se soit aujourd'hui éloignée, il est légitime de s'interroger sur le caractère satisfaisant des mesures adoptées pour prévenir les crises et absorber les chocs futurs.

En dépit de sa plus grande flexibilité, le PSC met toujours l'accent sur la soutenabilité des finances publiques et reste asymétrique: les pays qui dépassent les objectifs peuvent, mais n'y sont nullement incités, stimuler leur économie, et le fardeau des ajustements repose dès lors toujours sur les pays en déficit. L'accent est en outre strictement national, si bien que la politique budgétaire menée pour l'union monétaire dans son ensemble correspond tout simplement à la somme des politiques nationales. Pour certains (cf. par exemple De Grauwe, 2013), cette situation induit un biais déflationniste au niveau de la zone euro dans son ensemble.

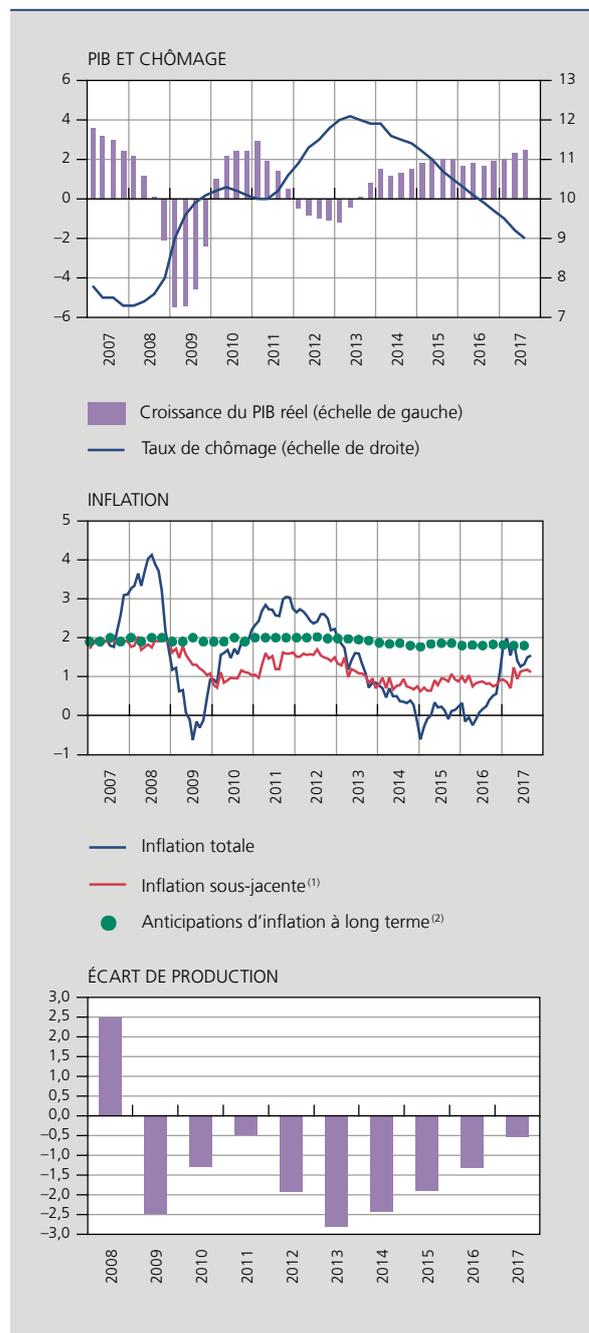
Beaucoup s'accordent sur le fait qu'une stabilisation macroéconomique optimale – aux niveaux national et agrégé – nécessiterait une force de frappe budgétaire commune. Une intégration politique plus importante et une intégration budgétaire sont considérées comme les garantes de la stabilité et de la pérennité de l'union monétaire. La perspective d'une union renforcée pose cependant d'importantes questions de légitimité démocratique, et un transfert significatif de pouvoir budgétaire au niveau européen reste illusoire dans l'état actuel des choses.

2. La situation macroéconomique actuelle

Depuis la fin de 2012 et le net apaisement des tensions financières suscitées par la crise de la dette souveraine, une reprise économique s'est amorcée dans la zone euro. Parallèlement à la croissance du PIB, le taux de chômage a sensiblement reculé, en dépit d'une hausse de la participation au marché de l'emploi. Il est cependant demeuré à un niveau supérieur à celui observé avant la crise. L'écart de production négatif se réduit peu à peu et devrait être résorbé dans le courant de 2018.

En 2017, la croissance économique s'est accélérée et généralisée, à travers les pays et dans toutes les branches d'activité. Elle a reposé essentiellement sur la demande

GRAPHIQUE 2 CROISSANCE MODÉRÉE SUR FOND DE FAIBLE INFLATION DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE.

(1) Inflation à l'exclusion des prix alimentaires et énergétiques.

(2) Anticipations à cinq ans issues de l'enquête de la BCE auprès de prévisionnistes professionnels (SPF).

intérieure. La consommation privée a bénéficié de l'embellie sur le plan de l'emploi et d'une augmentation de la richesse nette des ménages. Les conditions de financement favorables et un meilleur accès au crédit ont soutenu les investissements, qui ont également profité d'une rentabilité accrue. Le redressement global a quant à lui

dynamisé les exportations et compensé les effets d'une appréciation de l'euro.

Dans le même temps, le risque de déflation s'est dissipé et l'inflation est graduellement remontée. Après avoir touché un point bas vers la mi-2014, sous le coup de la baisse des prix de l'énergie et des matières premières, elle s'est quelque peu rapprochée de l'objectif de l'Eurosystème, pour osciller aux alentours de 1,5 %. La dynamique sous-jacente de l'inflation est cependant demeurée fragile, et la perspective de satisfaire à l'objectif d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme est restée éloignée. Bien qu'en hausse, la progression des salaires reste atone.

La faiblesse persistante de l'inflation semble refléter à la fois l'existence de capacités de production inutilisées, le modeste rebond des salaires et la plus grande persistance intrinsèque de l'inflation. Celle-ci aurait ainsi tendance à converger plus lentement vers sa cible, les agents étant plus enclins à intégrer l'inflation observée dans leurs anticipations. Selon les projections macroéconomiques de l'Eurosystème de septembre 2017, l'inflation dans la

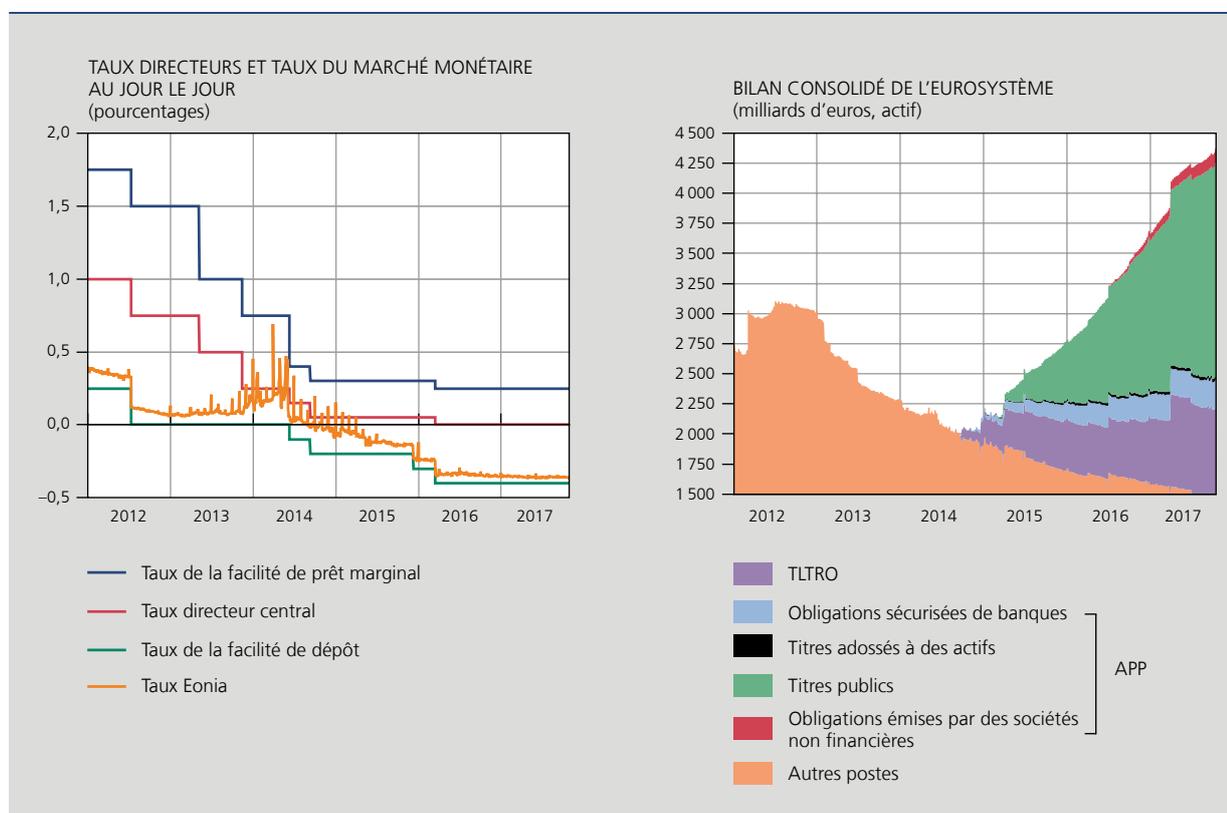
zone euro devrait rester inférieure à son objectif au moins jusqu'à la fin de 2019.

3. La politique monétaire de l'Eurosystème

L'Eurosystème mène une politique monétaire accommodante visant à maintenir des conditions de financement très favorables. Ses taux directeurs se situent à des niveaux planchers et un important programme d'achats d'actifs est en cours. Selon les termes du Conseil des gouverneurs, « les taux directeurs seront maintenus à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs ». Par ailleurs, les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme continueront d'être conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à tout le moins jusqu'à la fin de 2019.

Dans le contexte d'une expansion économique de plus en plus solide et généralisée dans la zone euro,

GRAPHIQUE 3 POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME



Source : BCE.

et compte tenu d'une confiance grandissante dans la convergence progressive de l'inflation vers son objectif, la politique monétaire de l'Eurosystème a cependant été graduellement ajustée au cours des derniers mois.

Depuis juin 2017, le Conseil des gouverneurs a ainsi supprimé toute référence à une éventuelle nouvelle baisse des taux directeurs dans ses communiqués. En outre, après avoir ramené les achats mensuels d'actifs de 80 à 60 milliards d'euros en avril 2017, il a annoncé en octobre dernier

Encadré 1 – Quelle politique monétaire dans un environnement de taux bas et de faible inflation ?⁽¹⁾

Un environnement de taux bas et de faible inflation présente des risques pour la stabilité financière, en ce qu'il incite à la prise de risques. En outre, il accroît la probabilité que les limites de la politique monétaire conventionnelle soient rencontrées en cas de choc négatif. C'est tout particulièrement le cas dans le contexte d'une baisse séculaire du taux réel d'équilibre, laquelle traduit entre autres une diminution de la croissance de la productivité, une augmentation de l'épargne et des inégalités et un vieillissement de la population.

Il se pose dès lors la question des ajustements possibles, voire souhaitables, de la politique monétaire, afin de remédier à ses contraintes et de préserver ses capacités stabilisatrices.

- Dans un tel contexte, une des options possibles est de recourir plus souvent à certains instruments de la politique monétaire non conventionnelle. Les achats d'actifs, par exemple, pourraient améliorer le signalement quant à l'orientation de la politique monétaire et assurer une gestion plus fine de la courbe des rendements suivant les maturités ciblées. Ils ne sont toutefois pas dépourvus de risques en termes de stabilité financière. Le recours aux orientations prospectives, quant à lui, demeurera très vraisemblablement plus fréquent, voire deviendra récurrent.

De manière générale, les banques centrales pourraient s'accommoder de bilans plus volumineux qu'auparavant, afin d'offrir une plus grande flexibilité aux banques en matière d'octroi de crédits et de maintenir une offre étendue d'actifs sûrs et liquides. Quel que soit le niveau des liquidités excédentaires, un ajustement du taux de rémunération des dépôts – ou d'autres instruments d'absorption de liquidité – doit permettre de continuer d'assurer le pilotage des taux du marché monétaire en cas de hausse du principal taux directeur.

- Une option discutée est celle du relèvement de la cible d'inflation de la banque centrale, par exemple en faisant passer celle-ci de 2 à 4 % (Blanchard *et al.*, 2010). Les autorités monétaires disposeraient ainsi d'une plus grande marge de manœuvre pour peser sur les taux réels en cas de choc négatif, mais cela porterait atteinte à la crédibilité durement acquise des banques centrales. En outre, il pourrait en découler un taux d'inflation socialement excessif en temps normal.
- Une dernière piste envisagée est celle qui consiste à passer d'une stratégie de ciblage de l'inflation à une stratégie de ciblage du niveau des prix, voire à cibler un « sentier de croissance » pour le PIB nominal. La première option imposerait aux autorités monétaires de « rattraper » les périodes de trop faible inflation en autorisant par la suite un dépassement de la cible – ce qui garantirait une évolution moyenne de l'inflation effective de 2 %. Si elle est crédible, une telle stratégie doit, en théorie, permettre un meilleur ancrage des anticipations d'inflation. Tout comme le relèvement de la cible d'inflation, elle pose toutefois également question sur le plan de la crédibilité. En particulier, si l'inflation grimpe au-delà de la cible, la banque centrale tolérera-t-elle une plus faible inflation, au risque de précipiter l'économie vers la déflation ? La stratégie de ciblage de la croissance du PIB semble pour sa part très délicate à mettre en œuvre, notamment en raison des délais aux niveaux de la disponibilité des données de la comptabilité nationale et des multiples révisions dont elle fait l'objet.

(1) Pour plus de détails, cf. par exemple De Backer et Wauters (2017).

que ceux-ci retomberaient à 30 milliards d'euros à partir de janvier 2018. Les achats continueraient toutefois « jusqu'à fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif ». Il se réserve par ailleurs le droit d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée du programme d'achats d'actifs si les perspectives économiques deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne vont pas dans le sens d'un ajustement durable de l'inflation.

4. Qu'est-ce qu'une politique budgétaire optimale ?

4.1 Concept de finances publiques optimales

D'un point de vue macroéconomique, l'un des objectifs de la politique budgétaire est de contribuer à stabiliser le cycle conjoncturel. Cet objectif doit cependant être conditionné à la préservation de la soutenabilité des finances publiques à long terme. Ces deux finalités, à savoir la stabilisation et la soutenabilité, sont commentées plus en détail dans les sous-sections suivantes. Le rôle des charges d'intérêts et des investissements publics y est également examiné.

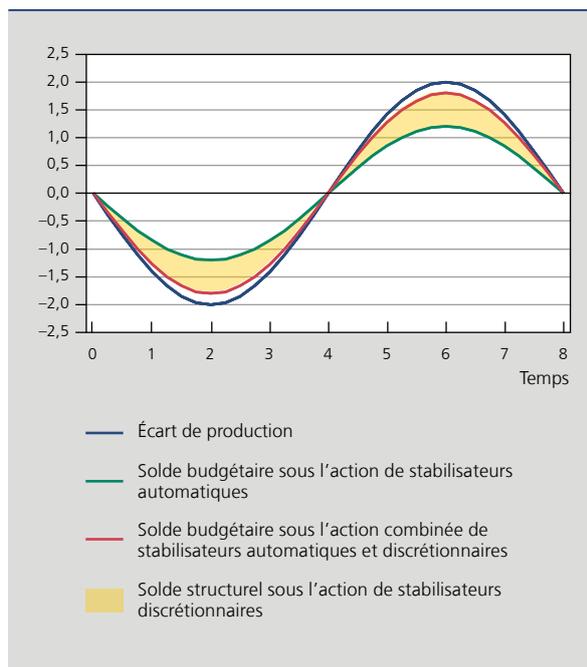
4.1.1 Une politique budgétaire anticyclique ?

La politique budgétaire est susceptible d'exercer un effet stabilisateur sur le cycle conjoncturel. Elle peut en effet aussi bien stimuler la demande, en permettant au solde budgétaire de se dégrader durant les périodes de morosité de l'activité économique, que la modérer, en laissant le solde budgétaire s'améliorer lorsque l'activité économique s'accélère.

La meilleure mesure du cycle conjoncturel dont on dispose est l'écart de production, qui, comme mentionné précédemment, correspond à la différence entre le PIB réalisé ou attendu et le PIB potentiel. L'estimation du PIB potentiel, et par conséquent celle de l'écart de production, est entachée d'une grande incertitude, comme l'atteste l'importance que peuvent parfois prendre les révisions ex post. Cela étant, il est vrai que la variation de l'écart de production fait l'objet de révisions de moindre ampleur que son niveau.

Une politique budgétaire anticyclique tempère dès lors le cycle conjoncturel en étant tantôt restrictive – en cas d'écart de production positif (lorsque le PIB s'accroît plus rapidement que son potentiel) –, tantôt expansive – lorsque l'écart de production devient plus négatif (dans le cas où le PIB progresse plus lentement que son potentiel).

GRAPHIQUE 4 POLITIQUE BUDGÉTAIRE ANTICYCLIQUE
(pourcentages du PIB)



Pour les raisons déjà évoquées, les stabilisateurs dits automatiques constituent en tout cas des instruments indiqués pour amener le cycle conjoncturel à se stabiliser. Ils tiennent leur nom du fait qu'ils ne nécessitent pas de décision de la part des autorités. Les recettes fiscales, qui baissent lorsque l'activité économique ralentit, et les allocations de chômage, qui augmentent dans ce même cas de figure, en sont deux exemples. Le cadre budgétaire européen autorise déjà une stabilisation au moyen des stabilisateurs automatiques.

Les stabilisateurs automatiques peuvent toutefois être complétés par une politique anticyclique discrétionnaire. Une décision politique est requise dans ce cas, telle celle d'accroître la consommation, les investissements ou d'autres dépenses publiques, ou encore celle d'alléger les impôts, lorsque la demande agrégée s'érode.

La mesure dans laquelle la politique budgétaire peut influencer sur le cycle conjoncturel est exprimée par le multiplicateur budgétaire. Celui-ci est plus élevé durant les périodes de récession et lorsque la politique monétaire ne peut plus guère être assouplie, comme par exemple dans le cas évoqué plus haut d'une situation de trappe à liquidité. Par ailleurs, il a été démontré qu'un important choc de demande négatif est susceptible d'exercer un effet permanent sur l'activité économique, notamment parce qu'une partie du chômage initialement conjoncturel peut prendre un tour structurel (un phénomène connu sous le nom d'« effet d'hystérèse »). Ces éléments

renforcent le besoin d'une politique discrétionnaire stabilisatrice en cas de ralentissement conjoncturel sensible.

Pour être durable, la politique budgétaire anticyclique doit être symétrique. Cela implique que, durant les périodes où l'écart de production est positif, des réserves doivent être constitués afin de pouvoir financer les incitants pendant les phases d'écart de production négatif.

4.1.2 Finances publiques soutenables

Une politique budgétaire optimale implique également que les finances publiques soient soutenables. En d'autres termes, les administrations publiques doivent demeurer solvables et être en mesure d'honorer les engagements qu'elles ont pris sur leur dette. Sur le plan formel, il convient pour ce faire qu'elles respectent la contrainte budgétaire intertemporelle, ce qui signifie que la valeur de leur endettement doit être égale à la valeur actualisée de leurs excédents primaires futurs. La soutenabilité des finances publiques est donc déterminée par les engagements contractés dans le passé (le taux d'endettement), par les engagements attendus (compte tenu des coûts liés au vieillissement de la population) et par la croissance économique.

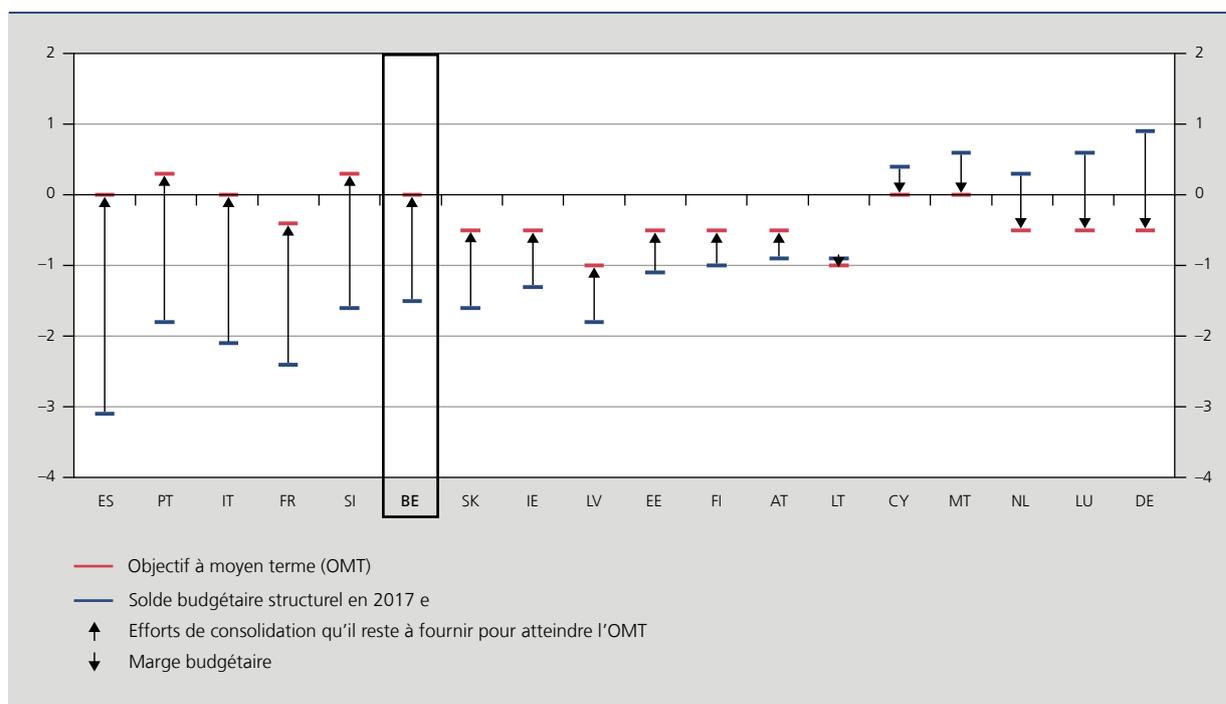
Si l'objectif de stabilisation porte sur le court terme, la soutenabilité des finances publiques constitue quant à elle une préoccupation à plus long terme. Aussi l'objectif de soutenabilité doit-il être atteint en moyenne sur l'ensemble d'un cycle, même s'il est inévitable que les finances publiques se dégradent temporairement lorsque la conjoncture se détériore.

Qui plus est, contrairement à l'objectif de stabilisation, celui de soutenabilité n'est pas symétrique. Si l'écart vis-à-vis de ce dernier est trop marqué, il y a lieu de privilégier une consolidation budgétaire mais un pays ne court jamais le risque d'une consolidation excessive du point de vue de l'objectif de soutenabilité.

Dans certaines circonstances, le besoin de consolidation budgétaire peut faire obstacle à l'objectif de stabilisation, en particulier en période de ralentissement économique.

Selon le cadre budgétaire européen, la CE calcule, pour chaque pays, un objectif budgétaire à moyen terme minimal (l'OMT minimal) qui, s'il est respecté, devrait garantir la soutenabilité des finances publiques. L'OMT minimal est exprimé sous la forme d'un solde budgétaire structurel à atteindre, de sorte que les fluctuations du solde budgétaire

GRAPHIQUE 5 LA SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES NÉCESSITE UNE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE PLUS APPROFONDIE DANS CERTAINS PAYS⁽¹⁾
(en pourcentage du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Aucun nouvel OMT n'a encore été fixé pour la Grèce étant donné que le pays bénéficie d'un programme d'assistance.

résultant du fonctionnement des stabilisateurs automatiques sont autorisées. Pour effectuer ce calcul, la CE tient compte à la fois de l'effort budgétaire à consentir pour ramener la dette publique à 60 % du PIB – pour les pays dont le taux d'endettement est supérieur à ce niveau –, du solde budgétaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement à 60 % du PIB et d'un préfinancement d'un tiers des coûts liés au vieillissement de la population attendus d'ici 2060. Le pacte budgétaire («Fiscal Compact») stipule par ailleurs que l'OMT minimal ne peut être inférieur à -1 % du PIB pour les pays de la zone euro dont le taux d'endettement est inférieur à 60 % du PIB et à -0,5 % du PIB pour ceux dont ce taux est supérieur à 60 % du PIB. Les États membres sont cependant libres de se fixer un OMT plus strict que l'objectif minimal déterminé par la CE. L'OMT minimal de la Belgique équivaut ainsi à -0,5 % du PIB, mais le gouvernement fédéral vise un équilibre budgétaire structurel dans son programme de stabilité.

Le niveau de soutenabilité des finances publiques varie grandement d'un pays de la zone euro à l'autre. Pour assurer celle-ci, certains pays doivent améliorer sensiblement leur solde budgétaire. Tel est notamment le cas de l'Espagne, de la France, du Portugal, de l'Italie, de la Slovénie et de la Belgique. D'autres pays – comme l'Allemagne, le Luxembourg, Malte, Chypre, Lituanie et les Pays-Bas – ont par contre d'ores et déjà atteint ou dépassé leur OMT et ont de ce fait dégagé une certaine marge budgétaire.

4.1.3 Rôle des charges d'intérêts

Quel rôle les charges d'intérêts sur la dette publique jouent-elles en ce qui concerne les objectifs macroéconomiques de la politique budgétaire? Vaut-il mieux définir la politique budgétaire optimale sur la base du solde budgétaire primaire, qui fait abstraction de l'évolution des charges d'intérêts et considère dès lors les fluctuations des charges d'intérêts comme un bonus ou un malus, ou est-il préférable de recourir au solde budgétaire, qui tient compte des charges d'intérêts? Pour répondre à ces questions, il est utile de se pencher sur les différentes causes possibles de l'évolution des charges d'intérêts.

La variation des charges d'intérêts sur la dette publique dépend de l'évolution du taux d'intérêt implicite de la dette et de celle du taux d'endettement. Pour une structure donnée de la dette, l'évolution du taux implicite peut être subdivisée en trois composantes. La première est une composante cyclique résultant de la politique monétaire et tenant compte de l'objectif d'inflation et de la conjoncture économique, une politique monétaire accommodante entraînant le taux à la baisse. La deuxième est une composante structurelle qui provient de facteurs structurels tels que les évolutions démographiques et la croissance de la

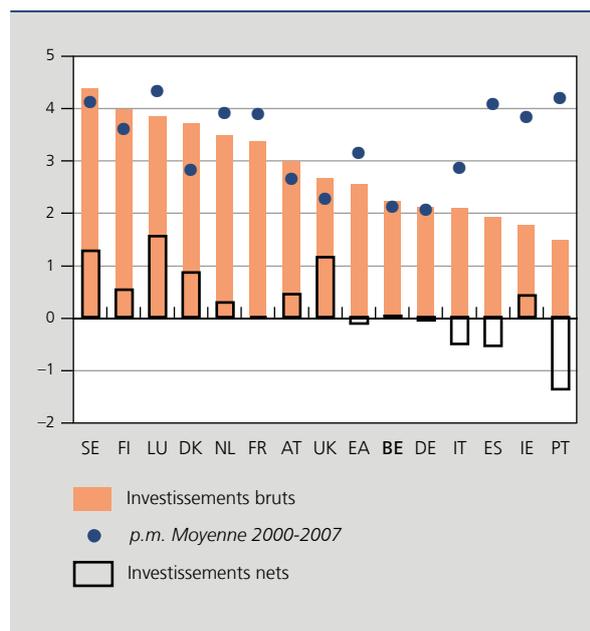
productivité, un fléchissement de la croissance potentielle faisant par exemple baisser le taux. La troisième est une prime de risque associée au risque de défaut de paiement, un moindre risque de défaut comprimant le taux.

Les causes diverses d'une baisse (hausse) du taux justifient, sous un angle macroéconomique, la conduite d'une politique budgétaire plus souple (restrictive). Il est en effet préférable de ne pas entraver une politique monétaire accommodante en menant une politique budgétaire restrictive; une croissance potentielle plus faible nécessite des dépenses publiques productives; et un endettement allégé ou un moindre risque de défaut libère des marges pouvant être exploitées par la suite. Il est dès lors plus judicieux de définir une politique budgétaire optimale sur la base du solde budgétaire (qui englobe les charges d'intérêts). Dans les circonstances actuelles, cela signifie que les gains d'intérêts peuvent être utilisés et qu'ils ne doivent pas être économisés.

4.1.4 Investissements publics

Les investissements publics, de même que certaines autres dépenses des administrations publiques, exercent un important effet positif sur l'activité économique et sur le potentiel de production d'une économie. Aussi est-il opportun de stimuler ces investissements, ce

GRAPHIQUE 6 LES INVESTISSEMENTS PUBLICS SONT ACTUELLEMENT TRÈS BAS DANS DE NOMBREUX PAYS EUROPÉENS
(formation de capital fixe, 2016)



Source : CE.

qui, dans l'environnement actuel caractérisé par de faibles taux d'intérêt et par une croissance potentielle apathique, est hautement souhaitable. Or, les investissements publics affichent pour l'heure de bas niveaux dans bon nombre de pays de la zone euro. Tel est notamment le cas en Belgique et en Allemagne, même si l'Irlande, le Portugal et les pays méditerranéens, qui ont été sévèrement touchés par la crise économique et financière, ont aussi considérablement levé le pied sur leurs investissements publics.

Dans la mesure où les investissements publics font augmenter le stock de capital d'un pays – pour autant qu'ils soient supérieurs aux amortissements –, ils contribuent certes à creuser la dette publique brute, mais ils n'influencent pas la dette publique nette. Un accroissement des investissements productifs ne se fait donc pas nécessairement au détriment de la soutenabilité des finances publiques. Il est dès lors utile, dans l'évaluation de l'objectif de soutenabilité, de tenir compte du niveau des investissements publics nets.

Encadré 2 – Règle pour une politique budgétaire optimale

Partant des considérations conceptuelles en matière de politique budgétaire optimale dans une perspective macroéconomique, il est possible de formuler une règle pour une politique budgétaire optimale. Cette règle concilie les objectifs de stabilisation et de soutenabilité, qui ne débouchent pas en toutes circonstances sur un avis budgétaire unanime. Pour les raisons évoquées dans le corps de l'article, la règle est définie sur la base du solde budgétaire, autrement dit en incluant les charges d'intérêts.

S'agissant de l'objectif de soutenabilité, il peut être postulé que dans une situation conjoncturelle neutre, le solde budgétaire doit à tout le moins être égal à un niveau soutenable (*SOUT*). Pour la règle proposée ici, ce niveau correspond au résultat de la formule de base que la CE utilise pour calculer l'OMT minimal, abstraction faite des limitations et arrondis que la CE applique dans un deuxième temps⁽¹⁾. Pour la Belgique, ce niveau soutenable équivaut à un déficit budgétaire de 0,4 % du PIB. Il doit en principe être respecté en moyenne sur l'ensemble d'un cycle conjoncturel.

Pour stabiliser le cycle conjoncturel, la règle stipule que le solde budgétaire peut fluctuer autour du niveau soutenable en fonction de l'écart de production (*OG* pour *output gap*). Dans le cas d'un écart de production négatif, un solde inférieur s'applique, alors que lorsque l'écart de production est positif, un solde plus élevé est de rigueur. La mesure de la stabilisation s'exprime au moyen d'un paramètre de stabilisation α . La taille de α dépend de la mesure dans laquelle, outre la stabilisation automatique, on vise une stabilisation discrétionnaire et équivaut par conséquent à la somme des paramètres de stabilisation automatique σ et de stabilisation discrétionnaire δ . La valeur de σ varie d'un pays à l'autre et est ici basée sur la semi-élasticité du solde budgétaire par rapport à l'écart de production calculé par la CE. Le choix de la taille du paramètre de stabilisation α est dans une certaine mesure arbitraire et, dans la règle que nous élaborons ici, il est égal à 1. La valeur de α est identique pour tous les pays. Cela implique que les pays affichant une stabilisation automatique relativement importante (comme la Belgique, avec un σ de 0,61) auront moins besoin d'une stabilisation discrétionnaire que les pays présentant une stabilisation automatique plus faible.

En résumé, le solde budgétaire optimal équivaut à la somme arithmétique du niveau soutenable et du produit du paramètre de stabilisation α et de l'écart de production *OG*. La règle peut être exprimée au départ tant du solde budgétaire nominal (*BB*) que du solde budgétaire structurel (*SB*). Étant donné que le solde budgétaire structurel neutralise l'incidence de la conjoncture captée par les stabilisateurs automatiques, le paramètre de stabilisation est converti en un paramètre de stabilisation discrétionnaire ($\delta = \alpha - \sigma$):

$$BB_t^{opt} = SOUT + \alpha OG_t$$

$$SB_t^{opt} = SOUT + \delta OG_t$$

(1) En d'autres termes, nous considérons ici uniquement l'OMT 3 (qui tient compte de l'effort budgétaire à fournir pour ramener la dette publique à 60 % du PIB, du solde budgétaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement à 60 % du PIB et d'un préfinancement à hauteur d'un tiers des coûts estimés liés au vieillissement de la population d'ici 2060), et donc ni l'OMT 1 (qui garantit une marge de sécurité par rapport au seuil de 3 % en matière de déficit) ni l'OMT 2 (qui impose un minimum absolu de respectivement -0,5 et -1 % du PIB selon que la dette est inférieure ou supérieure à 60 % du PIB).

Si le solde budgétaire est inférieur au niveau optimal, il se pose un problème de soutenabilité. Le solde budgétaire doit alors se modifier pour s'approcher du niveau optimal. Il convient en outre de tenir compte de la variation de l'écart de production, étant donné que le niveau optimal y est lié :

$$\Delta BB_t = \max[0, 5; 1/4 (BB_{t-1}^{opt} - BB_{t-1})] + \alpha \Delta OG_t$$

$$\Delta SB_t = \max[0, 5; 1/4 (SB_{t-1}^{opt} - SB_{t-1})] + \delta \Delta OG_t$$

Le choix de la vitesse du retour au niveau optimal est arbitraire. Dans la règle que nous formulons ici, l'écart entre les soldes budgétaires réalisés et optimal se resserre chaque année d'un quart ou, lorsque le quart est inférieur à ce pourcentage, de 0,5 % du PIB, et ce jusqu'à ce que le niveau optimal soit atteint.

Si le solde budgétaire dépasse le niveau optimal, il n'y a pas de problème de soutenabilité. Selon la règle budgétaire optimale formulée ici, il n'est dans ce cas de figure pas nécessaire de revenir au solde budgétaire optimal, et seule la variation de la conjoncture doit être prise en considération :

$$\Delta BB_t = \alpha \Delta OG_t$$

$$\Delta SB_t = \delta \Delta OG_t$$

Les pays qui disposent d'une marge budgétaire par rapport à l'objectif de soutenabilité ne sont donc pas incités à l'utiliser. En effet, si l'objectif de stabilisation est symétrique, l'objectif de soutenabilité ne l'est pas.

Le graphique illustre la règle que nous définissons pour une politique budgétaire optimale dans le cas d'un écart de production négatif, la politique budgétaire optimale étant exprimée en termes de solde budgétaire structurel. Le niveau optimal du solde budgétaire diminue quand la conjoncture se détériore et augmente quand l'activité économique se redresse. Lorsque l'écart de production est comblé (sur le graphique, tel est le cas durant les années 2 et 6), le solde budgétaire structurel optimal est toujours égal au niveau soutenable (*SOUT*), fixé à -0,5 % du PIB dans le graphique.

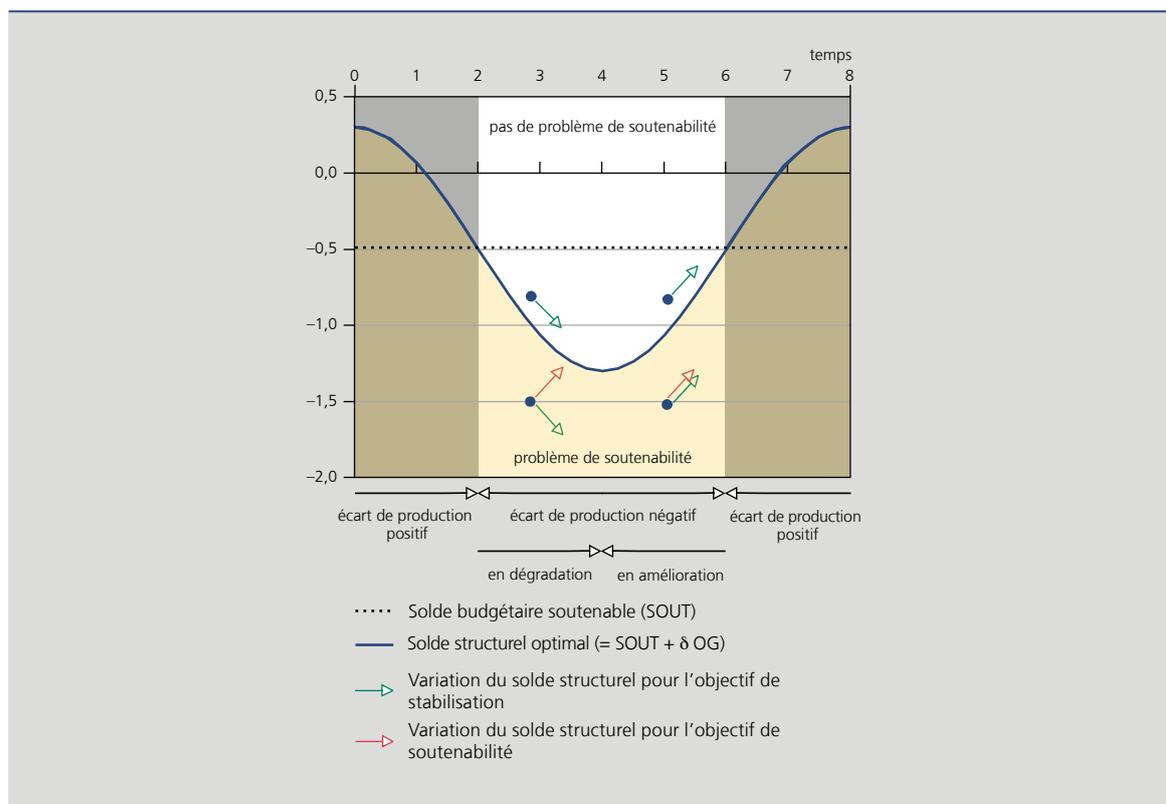
Lorsque le solde structurel est inférieur au niveau optimal et que la conjoncture se dégrade (point en bas à gauche), l'objectif de stabilisation requiert la conduite d'une politique discrétionnaire expansive (flèche verte), tandis que l'objectif de soutenabilité nécessite une politique discrétionnaire restrictive (flèche rouge). La politique recommandée est la somme des deux et est, selon l'ampleur du problème de consolidation, tantôt expansive, tantôt restrictive. Si le solde budgétaire structurel est inférieur au niveau optimal et si l'activité économique se redresse (point en bas à droite), tant l'objectif de stabilisation que l'objectif de soutenabilité exigent la conduite d'une politique restrictive. La consolidation préconisée est, une fois encore, la somme de deux composantes. Si le solde budgétaire structurel excède le niveau optimal (points au-dessus de la ligne bleue), il n'y a pas de problème de soutenabilité et seul l'objectif de stabilisation est d'application (cf. flèches vertes).

Enfin, signalons que la règle budgétaire énoncée ici repose sur quelques principes de base importants en matière de politique budgétaire optimale qui ont été traduits en formules simples. Dans ces formules, le choix de la valeur des paramètres et des variables est dans une certaine mesure arbitraire et est susceptible d'être affiné. Le paramètre de stabilisation α proprement dit peut ainsi être défini comme une fonction de l'écart de production pour tenir compte de l'efficacité accrue de la politique de stabilisation en cas de ralentissement sensible de l'économie. Le niveau soutenable *SOUT* pourrait être adapté proportionnellement au niveau des investissements publics nets d'un pays, vu l'incidence restreinte que ces derniers exercent sur la soutenabilité. Pour ce qui est de la mesure du cycle conjoncturel, à savoir l'écart de production, les révisions ex post qui peuvent parfois prendre une ampleur considérable sont gênantes. Les recommandations budgétaires fondées sur cette règle reposent toutefois essentiellement sur la variation de l'écart de production, qui est moins sujette à révision.



RÈGLE POUR UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE OPTIMALE, ILLUSTRATION DANS LE CAS D'UN ÉCART DE PRODUCTION NÉGATIF

(en pourcentage du PIB)



4.2 Une politique budgétaire optimale différenciée pour chaque pays

4.2.1 Évaluation sur la base d'une règle budgétaire

Afin de déterminer le caractère optimal de la politique budgétaire de différents pays, il convient de disposer d'un indicateur approprié auquel comparer les résultats budgétaires réalisés ou attendus. C'est ce que la présente sous-section s'attache à faire pour les six plus grandes économies de la zone euro au moyen de la règle décrite dans l'encadré 2. La politique budgétaire optimale est exprimée en fonction de la variation du solde budgétaire structurel. Le calcul repose sur les données relatives à l'écart de production telles qu'elles sont actuellement estimées, et donc pas sur l'estimation de l'écart de production au moment où les budgets ont été établis. Les résultats de cet exercice se lisent année par année et ne sont pas cumulatifs.

En 2007, avant l'éclatement de la crise, la Belgique, les Pays-Bas et la France menaient une politique budgétaire expansive, alors que, si on se fie à la règle que nous avons

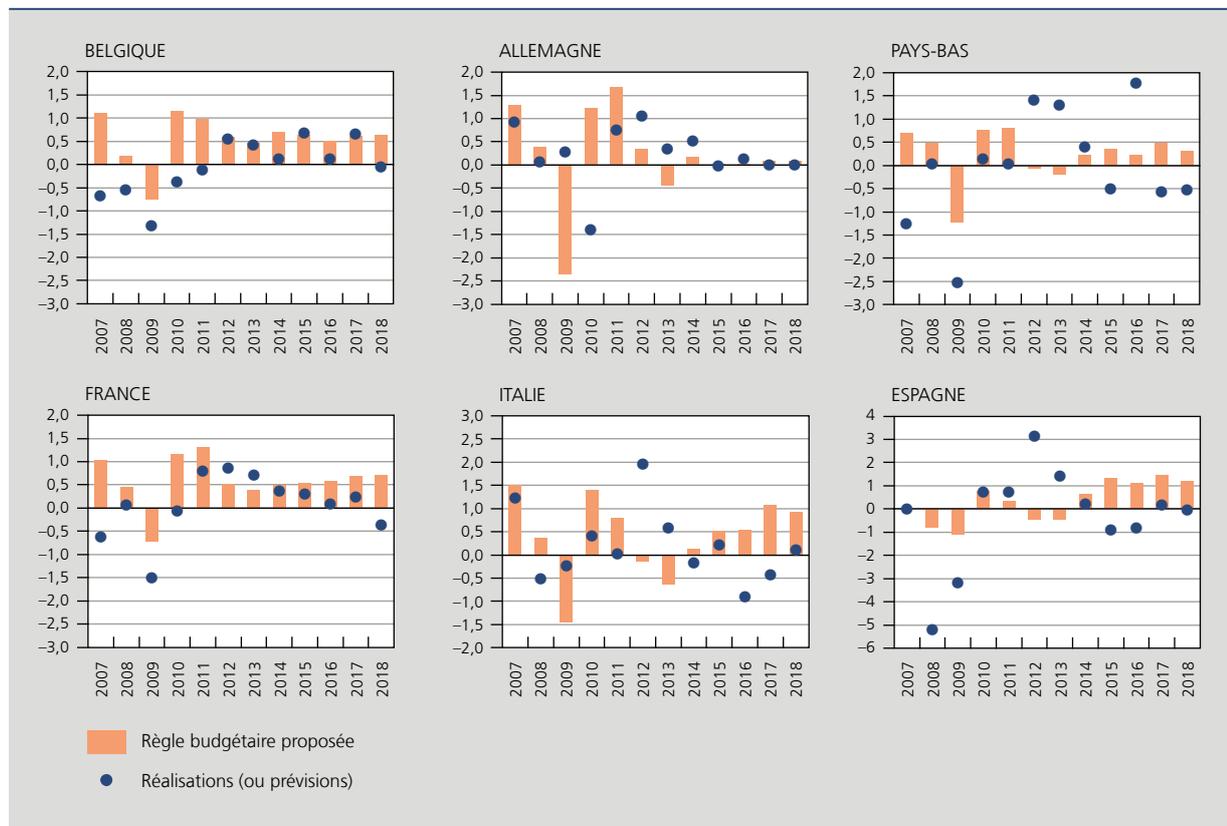
élaborée, un effort de consolidation sensible s'imposait pour garantir la soutenabilité de leurs finances publiques. Par contre, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne suivaient à ce moment-là une trajectoire budgétaire conforme à leur objectif de soutenabilité.

Durant la crise économique et financière (2008-2010), il était recommandé d'adopter une politique budgétaire discrétionnaire expansive. La Belgique, la France, les Pays-Bas et l'Espagne ont laissé leur solde budgétaire se dégrader davantage que ne le préconise la règle. L'Italie, en revanche, n'a recouru que modérément à cet incitant discrétionnaire.

Dans les années 2012-2013, l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Italie et l'Espagne ont mené une politique budgétaire fortement restrictive, là où la détérioration de la conjoncture justifiait la conduite d'une politique neutre, voire expansive. Il convient de noter à cet égard que, rétrospectivement, la dégradation de la conjoncture en Italie et en Espagne s'est avérée bien plus grave qu'attendu au moment de l'établissement du budget. En se fondant sur l'estimation de l'écart de production qui avait alors été

GRAPHIQUE 7 POLITIQUE BUDGÉTAIRE OPTIMALE ADAPTÉE À CHAQUE PAYS

(variation du solde budgétaire structurel, en pourcentage du PIB)



Sources : CE, SEBC, BNB.

faite, la règle aurait en effet préconisé la conduite d'une politique restrictive en Espagne et en Italie.

Pour les années 2017-2018, au vu de la coexistence d'une conjoncture ascendante et d'un problème de soutenabilité, la Belgique, la France, l'Italie et l'Espagne devraient consentir un effort de consolidation plus important encore que ce que prévoient les dernières prévisions macroéconomiques en date de la CE (prévisions d'automne de 2017).

4.2.2 Comparaison avec les recommandations issues du cadre budgétaire européen

Il est intéressant de comparer les recommandations pour l'année en cours et pour celle à venir suivant la règle que nous avons formulée avec les recommandations par pays provenant du cadre budgétaire européen.

Pour la France et la Belgique, les recommandations sont grosso modo du même ordre que selon la règle budgétaire formulée. Pour ce qui est de l'Espagne et de l'Italie, la

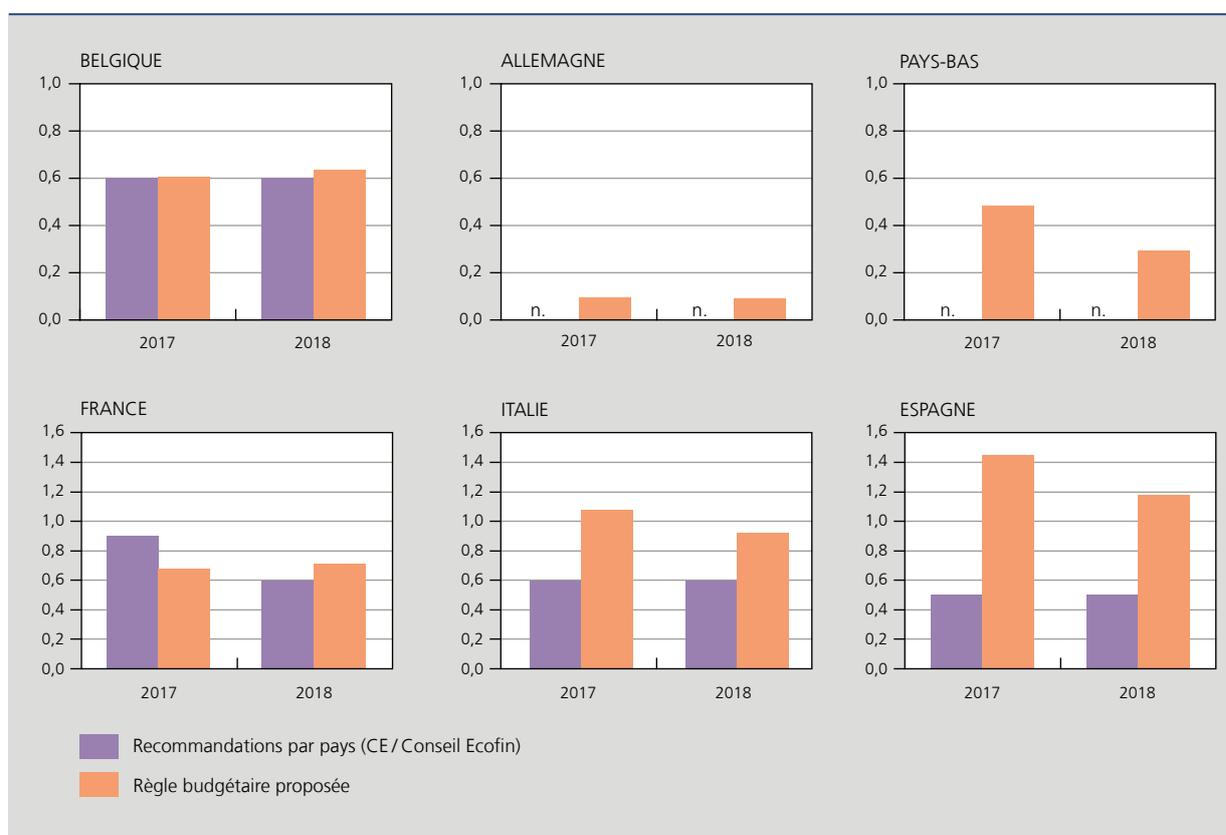
règle préconise une consolidation plus poussée. Cette différence s'explique par le fait que l'écart de production se comble rapidement dans ces deux pays, qui rencontrent par ailleurs un problème de soutenabilité considérable. De manière générale, les recommandations issues du cadre budgétaire européen sont, à ce stade, opportunes sur le plan économique et doivent être respectées.

L'Allemagne et les Pays-Bas ne présentent pas de problème de soutenabilité. C'est la raison pour laquelle la CE ne formule pas de recommandations à leur égard. D'après la règle budgétaire élaborée dans le présent article, une politique budgétaire légèrement restrictive serait à préconiser aux Pays-Bas et en Allemagne (en 2017 et en 2018). Cette recommandation s'explique uniquement par l'orientation haussière de l'activité économique. Selon la règle, ces deux pays ne doivent en effet pas utiliser la marge qu'ils ont dégagée par rapport à leur objectif de soutenabilité.

Bien que les recommandations formulées sur la base du pacte de stabilité et de croissance soient pour l'heure

GRAPHIQUE 8 LES RECOMMANDATIONS TIRÉES DU CADRE BUDGÉTAIRE EUROPÉEN SONT À CE STADE OPPORTUNES SUR LE PLAN ÉCONOMIQUE

(variation du solde budgétaire structurel, en pourcentage du PIB)



Sources : CE, BNB.

opportunes sur le plan économique, on observe des différences notables par rapport à la règle présentée ici en matière de politique budgétaire optimale. En ce qui concerne le niveau optimal du solde budgétaire, la règle autorise une stabilisation discrétionnaire en sus du fonctionnement des stabilisateurs automatiques ; elle est donc plus souple en période de dégradation de la conjoncture mais plus stricte en phase conjoncturelle ascendante. Si le solde budgétaire structurel s'établit sous le niveau optimal, le pacte de stabilité et de croissance tolère, dans des circonstances tout à fait exceptionnelles (à savoir lorsque l'écart de production est inférieur à -4% du PIB ou que la croissance est négative), qu'aucune amélioration ne soit enregistrée au niveau du solde budgétaire structurel. Dans tous les autres cas, ce solde doit à tout le moins rester stable ou se redresser. A contrario, la règle budgétaire présentée ici permet, en cas de détérioration de la conjoncture, que le solde budgétaire structurel se dégrade, même si un problème de soutenabilité a été identifié. En contrepartie, en cas d'embellie conjoncturelle, une plus vive augmentation du solde budgétaire structurel sera nécessaire.

4.3 Politique budgétaire optimale pour la zone euro dans son ensemble

4.3.1 Évolution de la politique budgétaire

La situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble est calculée de façon mécanique en agrégeant les situations budgétaires des États membres et n'est donc pas déterminée de manière directe. La politique budgétaire au niveau de la zone euro dans son ensemble résulte dès lors de la politique menée au niveau national. La situation budgétaire de la zone euro est représentée ici par le solde budgétaire structurel, tel que publié par la CE.

L'évolution de la politique budgétaire adoptée pour la zone euro dans son ensemble entre 2010 et 2018 peut être subdivisée en plusieurs sous-périodes. De 2008 à 2010, la crise financière et la récession économique qui s'est ensuivie ont donné lieu à des déficits importants et à des niveaux d'endettement croissants eu égard à la politique anticyclique menée à l'époque. L'état des finances

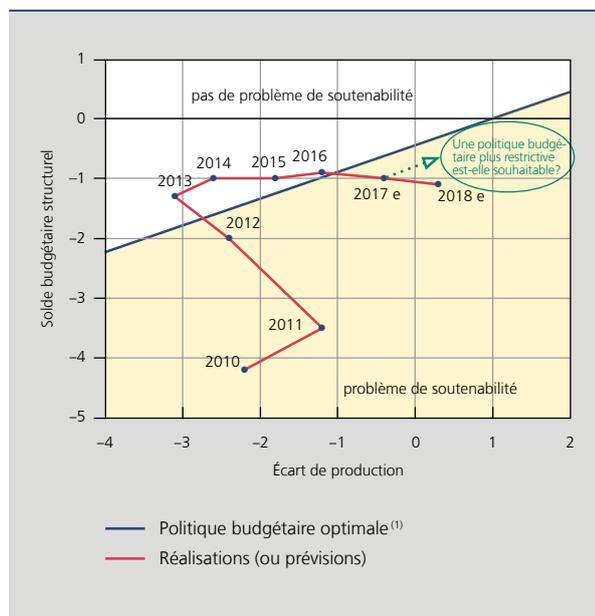
publiques s'est dès lors sérieusement dégradé dans la zone euro. À partir de 2011, les États membres de la zone euro ont commencé à comprimer leurs déficits publics, de manière à accroître la soutenabilité de leurs finances publiques. L'orientation budgétaire procyclique durant le « double dip » entre 2012 et 2013 était une conséquence du caractère plus rigoureux du nouveau pacte de stabilité et de croissance. Rétrospectivement, on peut qualifier de trop restrictive la politique budgétaire conduite à l'époque, la consolidation budgétaire ayant été mise en œuvre trop rapidement, en partie à cause de la pression des marchés financiers sur un certain nombre de pays. À partir de 2014, la situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble s'est avérée largement neutre, ce qui correspondait davantage à la situation cyclique. Les informations récentes relatives à la situation économique sont positives et font état d'un renforcement de la croissance et d'un comblement de l'écart de production. Compte tenu de cette nette embellie, il semble indiqué de mener une politique budgétaire plus restrictive.

Les principales institutions internationales se sont exprimées l'année dernière sur la politique budgétaire

optimale pour l'ensemble de la zone euro en 2017 et en 2018⁽¹⁾. Pour 2017, le Conseil Ecofin et le FMI ont recommandé, pour l'ensemble de la zone euro, de suivre une orientation budgétaire neutre, compte tenu de la soutenabilité des finances publiques à long terme et des considérations conjoncturelles. On remarquera que la CE, dans une publication datant de la fin de 2016, préconisait encore une politique budgétaire expansionniste (EC, 2016c). Pour 2018, la CE, le Conseil budgétaire européen et le FMI, dans leurs publications du premier semestre de cette année, conseillaient également de mener une politique budgétaire globalement neutre. Dans un discours prononcé à la fin du mois de septembre, Poul Thomsen, directeur du département européen du FMI, nuancit néanmoins ce point de vue, préconisant plutôt une politique progressivement restrictive : *... with growth recovering quite strongly and output gaps narrowing fast, now is the time to rebuild fiscal space and place public debt on a firm downward trajectory. Gradual fiscal consolidation would help ensure that, when the next adverse shock hits, the euro zone is on a stronger footing and has the necessary buffers* (compte tenu de la reprise assez vigoureuse de la croissance et de la résorption rapide des écarts de production, le temps est venu de dégager à nouveau une marge budgétaire et d'imprimer à la dette publique une solide orientation baissière. Un assainissement budgétaire progressif contribuerait à garantir que, lors de la survenance du prochain choc négatif, la zone euro affiche une position plus ferme et dispose des coussins nécessaires) (IMF, 2017e).

On peut déduire de ce qui précède qu'au cours de l'année écoulée, les points de vue des institutions internationales concernant le caractère adéquat de la politique budgétaire ont évolué, passant d'une politique plutôt expansionniste à une politique budgétaire globalement neutre et, plus récemment, à une politique progressivement restrictive. Cette évolution s'explique par l'amélioration de la conjoncture et des prévisions économiques, qui permettrait à l'écart de production de se combler, voire de devenir légèrement positif, en 2018. La recommandation visant à adopter peu à peu une politique restrictive correspond aux conclusions présentées ci-avant.

GRAPHIQUE 9 ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DE L'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO
(en pourcentage du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Selon la règle pour une politique budgétaire optimale formulée dans l'encadré 2. Elle se concrétise comme suit : une variation de l'écart de production à hauteur de 1 % du PIB conduit à une variation du solde budgétaire structurel à hauteur de 0,44 % du PIB et du solde budgétaire nominal à hauteur de 1 % du PIB, en raison du fonctionnement des stabilisateurs automatiques (0,56 % du PIB) et des impulsions discrétionnaires (0,44 % du PIB) ; le déficit budgétaire attendu à moyen terme s'établit à 0,5 % du PIB.

4.3.2 Politique budgétaire optimale pour la zone euro dans les circonstances actuelles

La politique budgétaire optimale dans la zone euro dans son ensemble n'est pas nécessairement égale à la somme des politiques budgétaires optimales à mener dans les États

(1) Il convient de remarquer que les recommandations de la CE, du Conseil Ecofin et du Conseil budgétaire européen portent sur le solde primaire structurel, tandis que celles du FMI ont trait au solde budgétaire structurel.

membres individuels. Plusieurs raisons peuvent être invoquées dans ce cadre. Ainsi, seules des considérations d'ordre conjoncturel jouent un rôle au niveau de la zone euro, et donc pas des considérations quant à la soutenabilité des finances publiques. En effet, la zone euro elle-même n'a pas de dette publique. De plus, l'incidence de la politique budgétaire s'avère différente: les multiplicateurs budgétaires, qui reflètent l'incidence d'une impulsion budgétaire sur l'activité économique, sont plus élevés pour la zone euro dans son ensemble que pour les États membres considérés individuellement, étant donné qu'une impulsion budgétaire dans les économies individuelles relativement plus ouvertes «se dissipe» partiellement par le biais des effets de contagion. Cela signifie que l'objectif de stabilisation au niveau de la zone euro peut être atteint grâce à un effort relativement plus limité que la somme des efforts nécessaires – d'un point de vue de stabilisation – des États membres individuels.

Sur la base de ces considérations, la politique budgétaire optimale pour la zone euro dans son ensemble pour 2017 et pour 2018 peut être calculée à partir de trois perspectives:

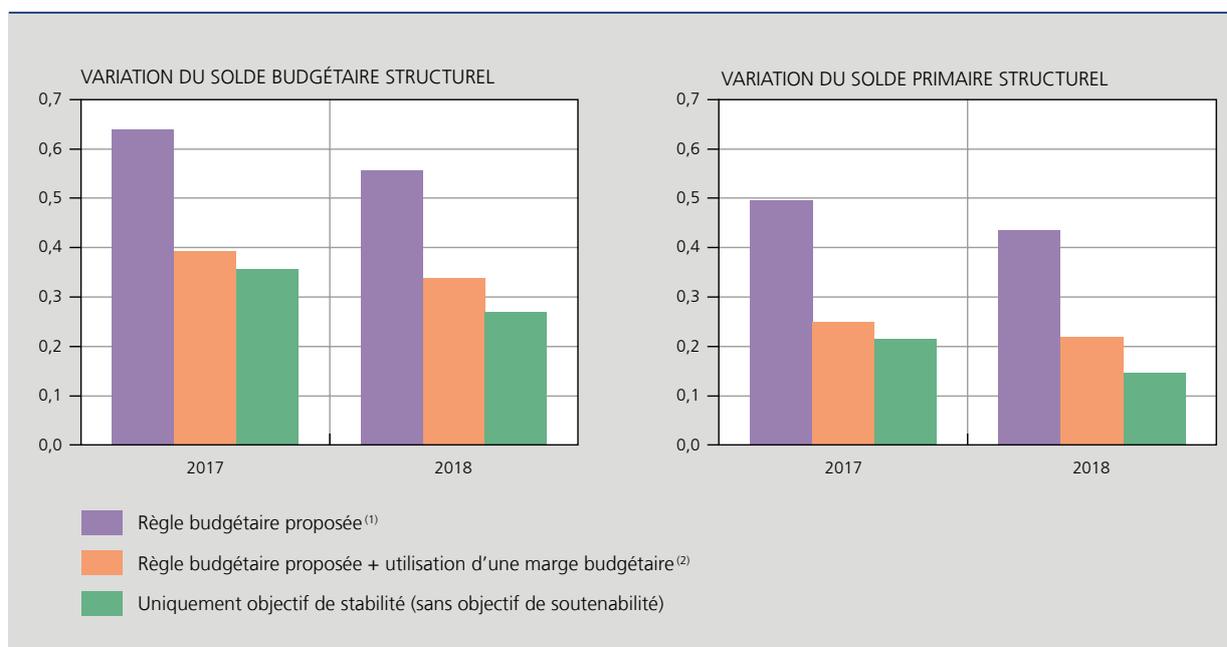
1. La somme, pondérée par le PIB, de la variation optimale du solde budgétaire structurel des États membres individuels de la zone euro, selon la règle budgétaire

présentée plus haut qui tient compte à la fois de l'objectif de stabilisation et de l'objectif de soutenabilité. Ce résultat montre quel niveau la zone euro atteindrait si les États membres individuels menaient leur politique budgétaire optimale. Pour la zone euro dans son ensemble, la règle budgétaire formulée correspond à une amélioration du solde structurel à hauteur de 0,5 à 0,6 % du PIB dans la zone euro.

2. Une variante de la somme précédente dans le cadre de laquelle les pays qui, selon la règle proposée, disposent d'une marge budgétaire par rapport à l'objectif de soutenabilité, font (partiellement) usage de cette marge. L'objectif de soutenabilité des pays individuels est donc ici appliqué de manière symétrique. Si des pays ne rencontrant pas de problème de soutenabilité, tels l'Allemagne et les Pays-Bas, utilisaient leur marge budgétaire, la somme pour la zone euro dans son ensemble se réduirait de quelque 0,2 point de pourcentage du PIB.

3. La troisième variante est calculée comme la somme pondérée par le PIB de la variation optimale du solde structurel des États membres individuels de la zone euro, en tenant compte uniquement de l'objectif de

GRAPHIQUE 10 POLITIQUE BUDGÉTAIRE OPTIMALE POUR LA ZONE EURO
(en pourcentage du PIB)



Sources: CE, BNB

(1) Calculée comme la moyenne pondérée par le PIB des objectifs pour les pays de la zone euro, compte tenu de leurs objectifs en matière de stabilisation et de soutenabilité.

(2) Idem qu'au point 1, mais dans le cadre de laquelle les pays disposant d'une marge budgétaire, c'est-à-dire les pays ne rencontrant pas de problème de soutenabilité, utilisent (partiellement) leur marge budgétaire pour mener une politique budgétaire expansionniste (en appliquant de manière symétrique la règle budgétaire proposée en matière de soutenabilité).

stabilisation (et non de l'objectif de soutenabilité). Il en résulte qu'une politique budgétaire légèrement restrictive est recommandée pour la zone euro, qui s'explique par la reprise de la conjoncture. L'embellie recommandée du solde structurel est légèrement moindre que selon la deuxième variante.

La politique budgétaire optimale à mener dans l'ensemble de la zone euro en 2017 et en 2018 est, d'après ces calculs, toujours restrictive, mais des différences apparaissent entre les trois règles budgétaires concernant la mesure dans laquelle le solde budgétaire structurel devrait se redresser. Il s'agit d'une illustration du constat précité selon lequel il existe une différence entre la politique budgétaire optimale pour la zone euro dans son ensemble (variante 3 – objectif de stabilisation uniquement) et la somme des politiques budgétaires optimales des États membres individuels (variante 1 – règle budgétaire proposée). La proposition émise dans le rapport des cinq présidents de mettre sur pied un mécanisme européen de stabilisation et de renforcer ainsi le niveau central a pour ambition de faire partie de la solution permettant de dépasser ces différences. Cette proposition est développée dans la sixième partie du présent article.

Enfin, on peut remarquer que la politique budgétaire optimale à adopter dans l'ensemble de la zone euro en 2017 et en 2018, qui, d'après nos calculs, devrait être plutôt restrictive, s'écarte de la politique actuellement menée, qui est encore légèrement expansionniste.

5. L'Allemagne doit-elle être le moteur de la zone euro ?

La quatrième partie a montré que, si l'Allemagne utilisait sa marge budgétaire, la politique budgétaire serait moins restrictive dans l'ensemble de la zone euro. Souvent, il a été plaidé en faveur d'une politique budgétaire plus stimulante en Allemagne. Ces dernières années, le surplus courant qu'affiche la balance des paiements de l'Allemagne s'est ainsi trouvé au cœur du débat sur la politique économique et sur le rééquilibrage dans la zone euro. Il était attendu que la résorption de cet excédent courant, notamment en augmentant les investissements, soutiendrait l'activité dans les autres pays de la zone euro, en particulier dans les pays accusant un déficit en matière de demande, où l'écart de production n'était donc pas encore comblé, et où il n'y avait pas de marge pour une politique budgétaire davantage axée sur la relance.

Dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) de l'UE, l'Allemagne, en raison

de son excédent courant considérable et persistant, est ainsi considérée depuis 2014 comme un État membre caractérisé par des perturbations de l'équilibre macroéconomique. Dans les recommandations spécifiques adressées à l'Allemagne en juillet 2017, le Conseil de l'UE argue que l'excédent important et persistant du compte courant présente une pertinence transfrontalière et que la gestion de cet excédent peut avoir des conséquences sur les perspectives de rééquilibrage du reste de la zone euro et de l'Union, une demande intérieure plus dynamique en Allemagne étant susceptible de faciliter le désendettement des États membres fortement endettés.

5.1 En Allemagne, l'excédent courant de la balance des paiements est élevé et persistant et reflète l'excédent d'épargne de l'économie

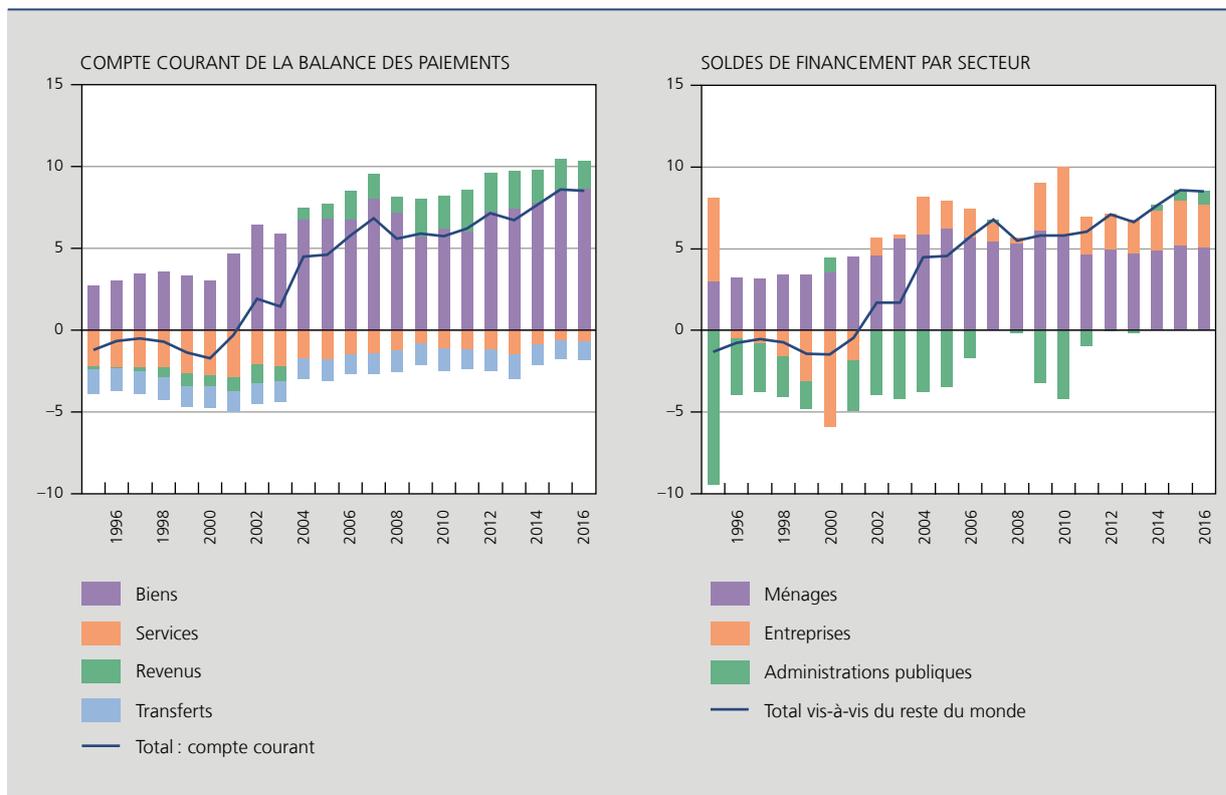
L'Allemagne affiche en effet un excédent courant considérable. En 2016, celui-ci s'établissait à 8,5 % du PIB, soit largement au-delà du seuil critique de 6 % du PIB fixé dans le cadre de la PDM. Ce solde est le plus élevé des principales économies avancées. La hausse observée ces dernières années est principalement la conséquence de l'excédent croissant de la balance commerciale (biens), qui a atteint 8,7 % du PIB en 2016. Cette situation résultait essentiellement de l'excédent à l'égard des pays hors zone euro. Ces dernières années, un glissement s'est en effet produit dans la composition géographique de l'excédent commercial allemand, au détriment des pays de la zone euro et en faveur des pays hors zone euro. L'Allemagne présente également un excédent de la balance des revenus. Dans ce cadre, d'après des calculs du FMI (IMF, 2017c), le rendement implicite des actifs étrangers de l'Allemagne dépasse de quelque 0,5 point de pourcentage celui de ses engagements financiers vis-à-vis de l'étranger.

La persistance d'un ample surplus extérieur reflète, outre la compétitivité de l'industrie manufacturière centrée sur les exportations, également le substantiel excédent d'épargne intérieure de l'économie allemande. Au cours des dernières années, un excédent de financement a été enregistré tant du côté des ménages que de celui des entreprises. De plus, après la crise financière, le besoin de financement des pouvoirs publics s'est résorbé.

L'excédent de financement des ménages représente la plus grande composante de l'excédent d'épargne en Allemagne. Depuis 2010, dans le sillage de la reprise de la consommation privée et des investissements en logements, il s'est toutefois quelque peu contracté. Le taux d'épargne des ménages allemands est élevé (un

GRAPHIQUE 11 COMPTE COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS ET SOLDES DE FINANCEMENT EN ALLEMAGNE

(en pourcentage du PIB)



Source : CE.

des plus hauts des pays de l'OCDE), et ce en raison de facteurs démographiques. L'inquiétude concernant le vieillissement, lequel est plus rapide en Allemagne que dans la plupart des autres grandes économies, a stimulé l'épargne des ménages allemands désireux de maintenir leur niveau de vie lorsqu'ils seront retraités. Dans ce cadre, la progression du taux d'épargne après l'an 2000 a eu lieu dans une période durant laquelle des réformes importantes du régime des pensions publiques ont été décidées et où le taux de remplacement moyen des pensions a diminué. De surcroît, les plans de pension complémentaire privés ont été rendus fiscalement plus attractifs par l'entrée en vigueur de la « Riester-rente » en 2002.

De plus, l'excédent de financement des sociétés non financières s'est sensiblement accru après l'an 2000. Un concours de facteurs spécifiques au pays sont susceptibles d'avoir joué un rôle à cet égard. Ainsi, la modération salariale et les réformes sur le marché du travail (réformes dites de Hartz) ont entraîné un allègement des coûts salariaux. Les entreprises n'ont visiblement pas

totallement affecté la capacité de financement supplémentaire qui en a découlé à une augmentation du stock de capital domestique, mais ont également utilisé celle-ci pour diminuer leur dépendance vis-à-vis du financement externe. Les entreprises allemandes, qui affichaient déjà un taux d'endettement faible par rapport au reste de la zone euro, ont dès lors poursuivi la réduction de leurs dettes.

L'excédent courant en général et l'excédent d'épargne des sociétés non financières allemandes en particulier sont également à mettre en rapport avec les investissements directs des entreprises allemandes à l'étranger en vue de délocaliser (une partie de) la production en Europe de l'Est et dans d'autres pays émergents, ce qui renforcerait la position concurrentielle et accroîtrait la productivité, notamment par la substitution de produits fabriqués en Allemagne par des produits intermédiaires importés moins onéreux. De plus, la menace de relocalisation de l'activité à l'étranger a sans doute modéré les évolutions salariales dans l'industrie manufacturière axée sur les exportations.

Cette intégration de l'Allemagne dans les chaînes de valeur mondiales («global value chains») est de plus en plus considérée comme une caractéristique structurelle de l'économie allemande. Ces dernières années, le stock d'investissements directs étrangers (IDE) bruts de l'Allemagne a assez rapidement progressé. S'agissant de la zone euro, une large part de ces IDE se situent au Luxembourg et de façon croissante aux Pays-Bas, ainsi qu'en Belgique, en France, en Autriche, en Italie et en Espagne. En revanche, l'ampleur des IDE allemands est limitée en Grèce et au Portugal. En dehors de la zone euro, le Royaume-Uni, la Suisse et les pays d'Europe de l'Est tels que la Pologne, la République tchèque et la Hongrie sont des pays d'implantation importants. Rapportée au PIB des pays hôtes, la présence d'IDE allemands est la plus marquée dans la plupart de ses pays voisins de la zone euro (Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Belgique) et en Europe de l'Est (Hongrie, République tchèque, Slovaquie et Pologne). Cette présence est en revanche moins significative, compte tenu de la taille de ces économies, en France, en Italie et dans les pays de la zone euro qui ont été profondément touchés par la crise (Espagne, Portugal, Grèce). La forte représentation dans les pays voisins d'Europe de l'Est indique que l'Allemagne étend sa position dans les chaînes de valeur mondiales de ces pays.

Les recherches montrent que, de manière générale, les IDE sont complémentaires des investissements intérieurs. Les IDE auraient donc la plupart du temps des effets positifs sur l'activité d'investissement domestique. Pour l'Allemagne, les résultats sont néanmoins mitigés et il y a des indications selon lesquelles, à long terme, les IDE seraient plutôt un substitut aux investissements domestiques (Herzer et Schrooten, 2007). La proximité de pays à bas salaires en Europe centrale et de l'Est aurait joué un important rôle à cet égard.

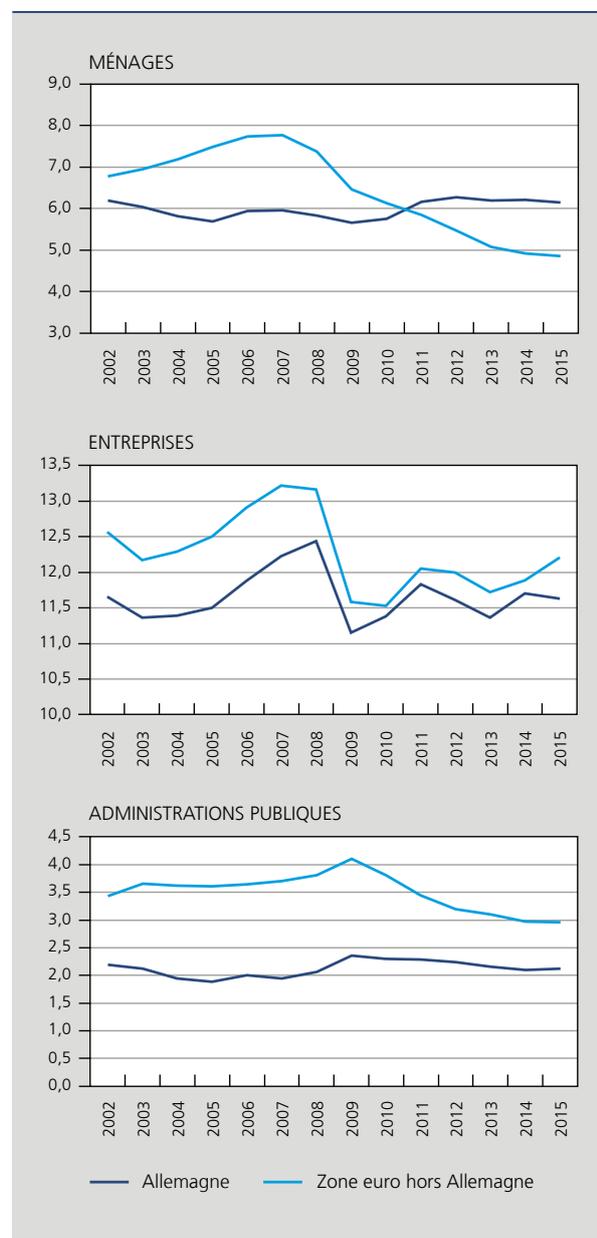
5.2 Les investissements sont-ils trop faibles en Allemagne ?

Outre l'industrie manufacturière orientée vers l'exportation, la diminution du besoin de financement des administrations publiques, le taux d'épargne élevé des ménages et la compétitivité des entreprises, on cite également souvent les investissements (intérieurs), considérés comme modérés, pour expliquer l'excédent du compte courant de la balance des paiements de l'Allemagne, qui se reflète dans le surplus d'épargne de l'économie allemande.

La ventilation entre les différents secteurs (ménages, entreprises et administrations publiques) montre que, rapportés au PIB, les investissements (en logements) des

ménages allemands ont été supérieurs à la moyenne des autres pays de la zone euro ces dernières années. Il est vrai qu'après la surchauffe qu'a entraînée l'unification du pays, le secteur de la construction allemand a plongé dans un marasme dont il n'est ressorti qu'aux alentours de 2009. Depuis lors, les investissements en logements sont néanmoins sensiblement repartis à la hausse. Certaines sources (Dahl et Góralczyk, 2017) faisant encore état d'un déficit de logements, on s'attend à ce que la construction résidentielle reste vigoureuse.

GRAPHIQUE 12 INVESTISSEMENTS PAR SECTEUR EN ALLEMAGNE
(en pourcentage du PIB)



Source : CE.

Le taux d'investissement des entreprises demeure en revanche légèrement inférieur au niveau observé dans le reste de la zone euro. À cet égard, il ne faut pas perdre de vue que, à long terme, les IDE des entreprises allemandes pourraient, comme on l'a mentionné, dans une certaine mesure se substituer aux investissements intérieurs. Le fait que les sociétés non financières allemandes consacrent une partie de leurs moyens financiers à renforcer leur position dans les chaînes de valeur mondiales pourrait donc expliquer en partie le niveau modéré des investissements intérieurs que certaines mesures font apparaître.

Enfin, le taux d'investissement des administrations publiques est plus faible en Allemagne que dans le reste de la zone euro, ce à quoi il faut ajouter que les investissements ne se sont redressés que lentement après la crise dans les branches d'activité réunies sous l'appellation « autres bâtiments et ouvrages de génie civil » (dont font partie les travaux d'infrastructure). Ces conclusions concordent avec le constat formulé par la CE dans son bilan approfondi de l'Allemagne, réalisé dans le cadre de la PDM de 2017 et selon lequel, d'une part, les investissements dans les infrastructures de transport, d'énergie et de télécommunications en Allemagne ont pris du retard et, d'autre part, les récents efforts mis en place pour faciliter et pour stimuler les investissements publics n'ont guère eu d'effet. La qualité perçue des voies ferroviaires et navigables ainsi que des infrastructures aériennes semble également s'être détériorée en Allemagne.

Selon certaines sources, le faible niveau moyen des investissements publics en Allemagne découlerait cependant moins d'un manque de volonté politique ou d'un déficit de financement que d'autres facteurs tels que des capacités insuffisantes et la complexité des procédures, de la réglementation des grands projets d'infrastructure et des relations financières dans le secteur public⁽¹⁾. Plusieurs particularités du pays rendent également les comparaisons internationales délicates. Ainsi, les autorités ont déjà fait valoir à plusieurs reprises que les investissements publics allemands étaient sous-estimés car le périmètre statistique du secteur des administrations publiques utilisé pour l'Allemagne n'est pas le même que celui appliqué à d'autres pays. Compte tenu des projets d'investissement pour lesquels un financement est prévu ainsi que des marchés publics et des mesures prises pour réduire les problèmes de capacités, les investissements publics devraient augmenter plus sensiblement dans les prochaines années.

Globalement, on peut identifier plusieurs facteurs fondamentaux ayant contribué à l'excédent courant considérable de la balance des paiements en Allemagne. Selon des institutions internationales comme le FMI et la CE, une part non négligeable de cet excédent reste toutefois

inexplicable malgré l'existence de ces facteurs fondamentaux. Cette composante inexplicquée est probablement liée à d'autres facteurs typiquement nationaux, comme l'intégration du pays dans les chaînes de valeur mondiales, qui favorise la compétitivité de l'économie allemande⁽²⁾ mais qu'il est difficile de représenter à l'aide des modèles économiques habituels. Dans ce contexte, des recherches ont aussi démontré que si l'Allemagne affectait sa marge disponible à la politique budgétaire, cela n'apporterait qu'une contribution relativement restreinte à la réduction de l'excédent courant⁽³⁾.

5.3 Qui profiterait d'une impulsion budgétaire en Allemagne ?

Dans le cadre du débat sur le rôle que pourrait jouer une dynamique des investissements plus vigoureuse en Allemagne dans la reprise économique et dans le rééquilibrage au sein de la zone euro, il se pose la question de l'ampleur et de la répartition géographique des effets d'une telle politique sur les autres pays de la zone euro.

Ces dernières années, les effets de débordement de la politique budgétaire ont fait l'objet d'une attention nettement plus soutenue, la crise ainsi que les programmes de relance et l'assainissement budgétaire qui se sont ensuivis en ayant démontré l'importance. Les résultats de l'analyse économique menée à ce sujet sont toutefois très divergents⁽⁴⁾. Ils dépendent entre autres du type de mécanisme de transmission étudié (commerce, marchés financiers, effets de confiance), des caractéristiques des pays d'où émane le choc budgétaire, de la réponse de la politique monétaire (et de ses effets sur le taux de change), de la composition de la politique budgétaire (multiplicateur des investissements publics plus élevé que celui de la réduction d'impôt), des possibles modifications des multiplicateurs au cours du cycle (plus sensibles dans le cas d'un écart de production fortement négatif), du caractère isolé ou coordonné du choc, du financement de ce dernier, de la combinaison entre stimulus budgétaires et assainissement à moyen terme, du caractère fixe ou flexible des taux de change, etc.

Les résultats des études pour la zone euro varient également. On souligne souvent l'importance de la réaction de la politique monétaire : les effets observés lorsque la politique monétaire demeure inchangée et que la borne inférieure du taux directeur est atteinte (ZLB) diminuent fortement (ou

(1) Cf. UE (2017b), IMF (2017c) et Deutsche Bank (2017).

(2) Cf. BCE (2017).

(3) Cf., entre autres, IMF (2017c) et Kollmann *et al.* (2014).

(4) Pour un aperçu de la littérature, cf., entre autres, Attinasi *et al.* (2017).

montre ses limites. Pour y parvenir, plusieurs modifications ont déjà été apportées, tandis que plusieurs autres ont encore été proposées.

Une première adaptation ayant mené à une meilleure prise en considération de la situation conjoncturelle dans la politique budgétaire des pays de la zone euro a été opérée au début de 2015, avec l'instauration d'une nouvelle matrice servant à déterminer l'amélioration requise du solde structurel dans le volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. La nouvelle matrice tient en effet (davantage) compte du contexte économique lorsqu'il s'agit de déterminer l'embellie requise, de sorte qu'un effort plus important est demandé lorsque la conjoncture est bonne que lorsqu'elle est mauvaise. Un autre changement qui a déjà eu lieu concerne la création, en octobre 2015, du Comité budgétaire européen et la fonction que celui-ci peut remplir. Ce comité doit contribuer à améliorer le respect des règles budgétaires ainsi qu'à renforcer la coordination des politiques budgétaires nationales. En ce qui concerne ce dernier rôle, il doit porter un jugement sur la bonne orientation budgétaire, tant au niveau national qu'à l'échelle de la zone euro. La CE a désigné le président et les quatre membres en octobre 2016 et, le 20 juin 2017, le Comité a publié son premier rapport, à savoir une évaluation de l'orientation budgétaire future appropriée pour la zone euro.

Une modification supplémentaire des règles du pacte de stabilité et de croissance pourrait consister à revoir la manière dont les investissements publics sont pris en considération, afin que ces dépenses bénéficient d'un traitement plus favorable. Celles-ci sont déjà partiellement stimulées dans le cadre actuel par le biais de plusieurs clauses relatives à l'application du pacte de stabilité et de croissance, mais si ce dernier venait à être remanié, il conviendrait de plaider pour que, dans le volet préventif, le solde budgétaire à prendre en compte soit calculé sur la base des amortissements sur investissements plutôt que sur celle des dépenses d'investissement brutes. Cela reviendrait à corriger le solde de financement des administrations publiques à concurrence des investissements nets. Cette option permettrait de ne pas freiner les investissements⁽¹⁾. Dans le contexte actuel, elle semble une piste possible pour encourager les investissements publics qui sont faibles dans de nombreux pays. Il va de soi qu'il devrait s'agir alors d'investissements qui contribuent effectivement à améliorer le potentiel de croissance. Les règles

de base du cadre de gouvernance budgétaire européen, telles que la limite budgétaire de 3% du PIB et la règle de la dette contenue dans le volet correctif du PSC, ne changeraient pas. De cette manière, la responsabilité budgétaire et la soutenabilité des finances publiques à long terme resteraient préservées. En outre, il semble opportun d'envisager sérieusement la création d'un mécanisme de stabilisation européen, dans la foulée des propositions formulées dans le rapport des cinq présidents.

6.2 Un mécanisme de stabilisation européen est-il nécessaire ?

Eu égard aux crises passées, il s'avère à présent indispensable de disposer d'outils suffisamment puissants pour absorber les chocs et pour renforcer la résilience de la zone euro sans mettre en péril la soutenabilité des finances publiques. Même pour les économies déjà résilientes, dont le marché du travail est suffisamment flexible et dont les finances publiques sont saines, il n'est pas possible de garantir que tous les risques pourront être éliminés et que tous les chocs économiques pourront être résorbés en douceur. Certains de ces derniers peuvent en effet se révéler trop importants pour être traités par le simple jeu des stabilisateurs automatiques nationaux et par une politique monétaire centralisée.

Pour compléter le rôle stabilisateur des budgets nationaux et de la politique monétaire – dans la mesure où le pacte de stabilité et de croissance se concentre sur l'objectif de soutenabilité, où les marchés se comportent parfois de manière irrationnelle et où la mise en œuvre au niveau national d'une orientation de la politique budgétaire appropriée à l'ensemble de la zone euro pose un dilemme –, on pourrait envisager de mettre en place un mécanisme de stabilisation européen⁽²⁾. Ce dernier pourrait se définir comme une politique destinée à lisser les cycles économiques nationaux, au moyen de transferts « automatiques » et « certains » (c'est-à-dire connus d'avance) entre les États membres, ce qui améliorerait aussi l'orientation anticyclique de la politique budgétaire de la zone euro dans son ensemble.

Des pistes concrètes visant à établir un tel mécanisme existent. Elles concernent la création de mécanismes communs d'assurance, voire de fonds alimentés par des contributions des États membres. Ces fonds prendraient en compte la position des pays dans leur cycle économique et feraient en sorte que des transferts soient automatiquement activés en cas de récession. Il est indispensable non seulement qu'un éventuel mécanisme ne suscite ni aléa moral ni transferts permanents, mais également qu'il ne fasse obstacle ni aux ajustements nécessaires ni à l'adoption de mesures structurelles destinées à combattre les

(1) Cf. Melyn *et al.* (2016).

(2) De manière générale, un tel mécanisme de solidarité doit aussi nécessairement aller de pair avec une réduction des risques, notamment une discipline budgétaire confirmée et une convergence des politiques nationales vers les meilleures pratiques. D'autres canaux complémentaires existent, mais leur développement est soit encore incomplet (Union des marchés des capitaux), soit susceptible d'être sensiblement impacté en cas de crise (comme l'ont montré l'assèchement du canal du crédit bancaire dans certains pays ainsi que la fragmentation qui a entravé la transmission de la politique monétaire dans le passé).

causes profondes des déséquilibres macroéconomiques encore présents dans certains pays.

Globalement, trois options sont régulièrement mises en avant⁽¹⁾ :

- a) Un *système européen de protection de l'investissement*, qui préserverait les investissements en cas de fléchissement de l'activité (qui serait défini en référence à un écart de production négatif), en soutenant certains postes prioritaires définis au préalable, comme le soutien au développement des infrastructures, aux investissements en éducation et en qualifications, ou encore à certains investissements publics qui constituent parfois un des premiers postes budgétaires nationaux à être réduit.
- b) Un *mécanisme européen de réassurance-chômage*, qui, par opposition à des fonds qui prendraient l'écart de production comme variable de référence, serait basé sur le niveau du chômage, une statistique directement observable. Compte tenu de l'hétérogénéité des institutions du marché du travail nationales et des niveaux de chômage initiaux, ces mécanismes devraient se présenter comme des compléments aux allocations de chômage nationales.
- c) Un *fonds pour les mauvais jours (Rainy day fund)*, qui pourrait engranger les contributions de manière régulière. En cas de choc, ses décaissements seraient déclenchés sur une base discrétionnaire. Les versements seraient néanmoins limités aux seuls apports cumulés. Sa capacité pourrait donc être trop faible en cas de choc de grande ampleur.

Conclusions

L'une des grandes leçons tirées de la crise économique et financière est que les divers instruments de politique, en particulier les politiques monétaire et budgétaire, doivent se compléter pour atteindre les résultats escomptés. Ainsi, une politique budgétaire active se révèle utile, notamment lorsqu'une lourde récession apparaît ou que la politique monétaire montre ses limites.

Sur la base de ces enseignements, la question de la politique budgétaire optimale a été évaluée. La politique budgétaire qui a été menée dans certains pays de la zone euro, mais également au sein de la zone euro dans son ensemble, pendant les années 2012 et 2013, marquées par la crise, peut clairement être qualifiée de trop restrictive. Depuis lors, la politique menée dans

l'ensemble de la zone euro a été plutôt neutre, ce qui était approprié. Pour 2018, une politique budgétaire plutôt restrictive semble toutefois être de mise dans la plupart des pays de la zone euro, eu égard à l'embellie conjoncturelle et à la résorption des écarts de production, mais aussi à la nécessité de garantir la soutenabilité des finances publiques.

Au niveau budgétaire, l'Allemagne dispose d'une certaine marge, mais une politique expansionniste en la matière ne semble pas opportune, du moins d'un point de vue conjoncturel, et l'incidence qu'elle exercerait sur les pays de la zone euro dont l'activité économique pourrait le plus bénéficier d'un soutien supplémentaire, serait limitée. Des investissements publics ciblés dans les infrastructures seraient en revanche judicieux pour renforcer le potentiel de croissance.

Enfin, sous certaines conditions, il semble qu'un mécanisme de stabilisation européen serait à envisager pour veiller à ce que la politique budgétaire optimale de la zone euro dans son ensemble – sachant que seul l'objectif de stabilisation y est pertinent – corresponde à celle des pays individuels.

(1) Cf., notamment, CE (2017).

Bibliographie

- Ademmer E., C. Boeving-Reicher, J. Boysen-Hogrefe, K.-J. Gern et U. Stolzenburg (2016), *Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, July.
- Akerlof G. et R. Shiller (2009), *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters For Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton.
- Attinasi M.-G., M. Lalik et I. Vetlov (2017), *Fiscal spillovers in the euro area – a model-based analysis*, ECB, Working Paper Series 2040, March.
- Aucremanne L. et S. Ide (2010), « Leçons de la crise: politique monétaire et stabilité financière », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-21.
- Auerbach et Obstfeld (2003), *The case for open-market purchases in a liquidity trap*, NBER, Working Paper 9814, July.
- Auerbach A. et Y. Gorodnichenko (2012), « Fiscal Multipliers in Recession and Expansion », in Alesina A. et F. Giavazzi (éds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, Chicago, University of Chicago Press, 63-98.
- Banco de España (2017), « Spillover effects of national fiscal policy in the euro area », *Annual Report 2016*, Box 4.1.
- Bankowski K. et M. Ferdinandusse (2017), *Euro area fiscal stance*, ECB, Occasional Paper Series 182, January.
- BCE (2012), « Le rôle des multiplicateurs dans le débat actuel sur l'assainissement budgétaire », *Bulletin mensuel*, décembre, 82-85.
- BCE (2016a), « L'investissement public en Europe », *Bulletin économique*, Numéro 2, 81-96.
- BCE (2016b), « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, Numéro 4, 75-96.
- BCE (2017), « L'impact de la participation aux chaînes de valeur mondiales sur les déséquilibres du compte courant – une perspective mondiale », *Bulletin économique*, Numéro 2, 74-90.
- Beetsma R., M. Giuliodori et F. Klaassen (2005), *Trade Spillovers of Fiscal Policy in the European Union: A Panel Analysis*, DNB Working Paper 52, August.
- Belke A. et T. Osowski (2016), *Measuring fiscal spillovers in EMU and beyond: A Global VAR approach*, CEPS Working Document 428, December.
- Bénassy-Quéré A. et J. Cimadomo (2006), *Changing Patterns of Domestic and Cross-Border Fiscal Policy Multipliers in Europe and the US*, CEPII Working Paper 2006-24, December.
- Bénassy-Quéré A. (2016), *Euro area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, July.
- Bénassy-Quéré A., X. Ragot et G. Wolff (2016), *Which fiscal union for the euro area?*, Bruegel Policy Contribution 2016/05, February.
- Bernanke B., M. Gertler et S. Gilchrist (1996), « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *The Review of Economics and Statistics*, Symposium on Developments in Business Cycles Research, 78(1), February, 1-15.
- Bernanke, B. (2004), *The Great Moderation*, Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington DC, 20 February.

- Blanchard O. et J. Gali (2007), « Real Rigidities and the New Keynesian Model », *Journal of Money, Credit and Banking*, Proceedings of the Conference on Quantitative Evidence on Price Determination, February, 35-66.
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia et P. Mauro (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », *Journal of Money, Credit and Banking* 42, 199-215.
- Blanchard O., C. J. Erceg et J. Lindé J. (2015), *Jump Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?*, NBER, Working Paper 21426, July.
- BNP Paribas (2017), « Allemagne : Les infrastructures menacées », *Eco Week*, 24 février.
- Boeckx J., N. Cordemans et M. Dossche (2013), « Causes et implications de la faiblesse des taux d’intérêt sans risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 67-94.
- Boeckx J. et M. Deroose (2016), « Politiques monétaire et budgétaire dans la zone euro : indépendantes mais néanmoins liées », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-27.
- Boeckx, J. et N. Cordemans (2017), « Monetary Policy in the Wake of the Great Recession », *Reflets et perspectives de la vie économique*, De Boeck Supérieur, Tome LVI, 61-78.
- Botev J., J. Fournier et A. Mourougane (2016), *A Re-assessment of Fiscal Space in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers 1352, November.
- Buti M. (2016), « What future for rules-based fiscal policy ? », in Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff et L. H. Summers (éds), *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 183-195.
- Capital Economics (2017), « German investment set for strong growth », *European Economics Update*, 20 September.
- CE (2016), *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions pour une orientation positive de la politique budgétaire de la zone euro*, 16 novembre.
- CE (2017), *Document de réflexion sur l’approfondissement de l’Union économique et monétaire*, 31 mai (https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_fr.pdf).
- 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.
- Cwik T. et V. Wieland (2010), *Keynesian government spending multipliers and spillovers in the Euro area*, ECB, Working Paper Series 1267, November.
- Dahl J. et M. Góralczyk (2017), *Recent supply and demand developments in the German housing market*, European Economy, Economic Brief 025, May.
- de Jong J., M. Ferdinandusse, J. Funda et I. Vetlov, *The effect of public investment in Europe: a model-based assessment*, ECB, Working Paper Series 2021, February.
- De Backer B. et J. Wauters (2017), « Les déterminants cycliques et structurels de l’environnement de taux d’intérêt bas », BNB, *Revue économique*, septembre, 73-92.
- De Grauwe P. (2013), *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?*, LEQS Paper 57, February.
- Deutsche Bank (2017), *Focus Germany*, 6 April.

Deutsche Bundesbank (2011), *Germany's external position against the background of increasing economic policy surveillance*, Monthly Report, October.

Deutsche Bundesbank (2016), *The international spillover effects of an expansion of public investment in Germany*, Monthly Report, August.

Draghi M. (2014), *Unemployment in the Euro Area*, Address at the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 22 August.

Dullien S. (2012), *A European Unemployment Insurance as a Stabilization Device – Selected Issues, paper prepared for the Seminar EU level economic stabilisers*, European Commission, Directorate-General Employment, Social Affairs & Inclusion.

EC (2014a), « Cross-border spillovers in the euro area », *Quarterly Report on the Euro Area*, 13(4), 7-22.

EC (2014b), *Macroeconomic imbalances – Germany 2014*, European Economy, Occasional Papers 174, March.

EC (2015), *Report on Public Finances in EMU 2015*, Institutional Paper 014, December.

EC (2016a), *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes*, 5 July.

EC (2016b), *The 2016 Stability and Convergence Programmes, An Overview and Implications for the Euro Area Fiscal Stance*, Institutional Paper 034, September.

EC (2016c), *Towards a positive fiscal stance for the euro area*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 16 November.

EC (2016d), « The policy mix, when monetary policy is constrained at the zero lower bound », *Quarterly Report on the Euro Area*, 15(3), 19-28.

EC (2016e), *Report on Public Finances in EMU 2016*, Institutional Paper 045, December.

EC (2017a), *Country Report Germany 2017 – Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, staff working document, SWD(2017) 71 final, 22 February.

EC (2017b), *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact*, 2017 Edition, Institutional Paper 052, March.

EC (2017c), *The euro area fiscal stance and the policy mix: challenges and trade-offs*, Presentation at EUI, 2 March.

EC (2017d), *An Overview of the 2017 Stability and Convergence Programmes and an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance for 2018*, Institutional Paper 059, July.

Eggertsson G. et M. Woodford. (2004), *Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap*, NBER, Working Paper 10840.

European Fiscal Board (2017), *Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area*, 20 June.

European Parliament (2017), *The euro area fiscal stance*, Briefing 23 January.

Eyraud L., V. Gaspar et T. Poghosyan (2017), *Fiscal Politics in the Euro Area*, IMF Working Paper 17/18, January.

Fatas A. et L. H. Summers (2016), *The Permanent Effects of Fiscal Consolidations*, NBER, Working Paper 22374.

Feldstein (2016), « The future of fiscal policy », in Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff et L. H. Summers (éds), *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 177-181.

Fisher I. (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, Vol. 4, 337-357.

FMI (2017), *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre.

Giavazzi F. (2016), *Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, September.

Hebous S. et T. Zimmerman (2013), « Estimating the effects of coordinated fiscal actions in the euro area », *European Economic Review* 58, 110-121.

Herzer D. et M. Schrooten (2007), « Outward FDI and domestic investment in two industrialized countries », *Economic Letters*, June.

IMF (2013), Multi-country report, *German-Central European supply chain-cluster report*, IMF Country Report 13/263, August.

IMF (2015), *Monetary Policy and financial stability*, Staff policy report, August.

IMF (2016), *Euro Area Policies*, Staff Report for the 2016 Article IV Consultation with Member Countries, July.

IMF (2017a), *Euro Area Policies*, Staff Report for the 2017 Article IV Consultation with Member Countries, July.

IMF (2017b), *2017 External Sector Report*, Policy Paper, July.

IMF (2017c), *Germany: 2017 Article IV consultation – Staff Report*, IMF Country Report 17/192, July.

IMF (2017d), *Germany: Selected issues*, IMF Country Report 17/193, July.

IMF (2017e), *The Euro Zone: What's Next*, Speech by Poul Thomsen, Director of the European Department, 28 September.

IMF (2017f), *World Economic Outlook*, October.

in 't Veld J. (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, European Economy, Economic Papers 506, October.

in 't Veld J. (2016), *Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers*, European Commission Economic Brief 016, August.

Juncker J.-C. (2017), *Discours sur l'état de l'Union 2017*, Discours donné devant le Parlement européen à Strasbourg, 13 septembre.

Keynes J.-M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.

Kolerus C., I. Koske et F. Hüfner (2012), *Selected Aspects of Household Savings in Germany – Evidence from micro-data*, OECD Economics Department Working Papers 999, November.

Kollmann R., M. Ratto, W. Roeger, J. in 't Veld et L. Vogel (2014), *What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?*, European Economy, Economic Papers 516, April.

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.

Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber et L. Van Meensel (2016), « Faut-il stimuler les investissements publics ? », BNB, *Revue économique*, septembre, 111-127.

Melyn W., L. Van Meensel et S. Van Parys (2016), « La soutenabilité des finances publiques dans le contexte du vieillissement », BNB, *Revue économique*, décembre, 95-115.

Mourre G., C. Astarita et S. Prince (2014), *Adjusting the budget balance for the business cycle: the EU methodology*, European Commission, Economic Papers 536, November.

National Institute of Economic Research (NIE) (2008), *The NIE's Conceptual Framework for Fiscal policy*, Occasional Studies N° 16, March.

OCDE (2017), *Perspectives économiques*, mai.

OECD (2016), *Making public finances more growth and equity-friendly*, *OECD Economic Surveys: Euro Area*, June.

OECD (2017), *Germany – Economic forecast summary*, June.

Orphanides A. (2017), *The Fiscal-Monetary Policy Mix in the Euro Area: Challenges at the Zero Lower Bound*, European Commission, Discussion paper 060, July.

Poghosyan T. (2017), *Cross-country spillovers of fiscal consolidations in the Euro area*, IMF Working Paper 17/140.

Taylor J. (1993), « Discretion Versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195-214.

Turrini A. (2008), *Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: the role of government revenue and expenditure*, European Commission, Economic Papers 323, May.

UE (2017a), « Recommandation du Conseil concernant la politique économique de la zone euro », *Journal officiel de l'Union européenne*, 21 mars.

UE (2017b), « Recommandation du Conseil du 11 juillet 2017 concernant le programme national de réforme de l'Allemagne pour 2017 et portant avis du Conseil sur le programme de stabilité de l'Allemagne pour 2017 », *Journal officiel de l'Union européenne*, 9 août.

Viñals J. (2016), « Monetary policy in the future – Introduction to the monetary policy section », in Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff et L. H. Summers (éds), *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 121-127.

Grandir pour survivre ? Portrait des jeunes entreprises à forte croissance en Belgique

J. De Mulder
H. Godefroid
C. Swartenbroekx^(*)

Introduction

Dans un contexte de croissance potentielle limitée, il est important de comprendre les facteurs qui favorisent ou qui handicapent l'essor des jeunes entreprises, et en particulier ceux qui facilitent l'émergence de ce qu'on appelle dans la littérature des « gazelles », c'est-à-dire de jeunes entreprises qui enregistrent une croissance élevée durant leurs premières années d'existence. Ces gazelles sont en effet souvent à l'avant-garde lorsqu'il s'agit de recourir à de nouvelles technologies et/ou de mettre en place de nouveaux modèles d'activité et leurs performances contribuent significativement à la création d'emplois. Encourager l'essor des jeunes entreprises peut également avoir des effets de débordement positifs pour l'économie belge dans son ensemble. Ainsi, cet article analyse les caractéristiques du développement des jeunes entreprises en Belgique (jusqu'à leur cinquième année d'activité). À cette fin, différentes sources de données microéconomiques sont exploitées.

L'article se décline en quatre grandes parties. La première passe en revue la littérature consacrée à la croissance des jeunes entreprises et compare la situation de la Belgique avec celle d'autres pays européens en se fondant sur les chiffres disponibles. La deuxième définit ce qu'est une jeune entreprise à forte croissance au sens du présent article et expose la méthode utilisée. La troisième

cartographie les jeunes entreprises qui enregistrent une croissance élevée, entre autres en abordant leur localisation géographique et en les ventilant par branche d'activité. La quatrième esquisse plusieurs traits marquants de ces entreprises, notamment en ce qui concerne leurs relations commerciales nationales et internationales ainsi que leur structure en termes d'emploi. Enfin, l'article se clôture sur les principales conclusions et sur une série de recommandations politiques.

1. Revue de la littérature

1.1 Les petites et les jeunes entreprises à forte croissance

Selon Gibrat (1931), la croissance (de l'emploi) d'une entreprise est un phénomène aléatoire, non prévisible et dès lors indépendant de sa taille initiale (ou de son âge). Dans ce cas, il semble peu pertinent de vouloir déterminer les caractéristiques des entreprises à forte croissance. Cependant, plusieurs travaux ultérieurs indiquent que cette « loi de Gibrat » ne s'applique pas aux petites et/ou aux jeunes entreprises.

Les premières analyses empiriques de Birch (1979 et 1981) ont mis en évidence le rôle plus que proportionnel que jouent les petites entreprises dans la création d'emplois aux États-Unis (autrement dit, ce ne sont pas les grandes entreprises pérennes qui sont la source

^(*) Les auteurs remercient E. Dhyne pour son expertise dans l'utilisation et l'analyse de bases de données microéconomiques.

majeure des nouveaux emplois). Les analyses consacrées à la dynamique de croissance des entreprises ont depuis lors été élargies à d'autres pays et caractéristiques. Haltiwanger *et al.* (2013) ont notamment mis en évidence que ce sont surtout les jeunes entreprises qui contribuent largement à la création nette d'emplois : la relation inverse entre taille et progression nette de l'emploi est imputable au fait que ces jeunes entreprises sont généralement de petite taille. Lorsqu'elles survivent, leur croissance dépasse celle des entreprises bien établies. Leur probabilité de sortie est également plus élevée, tout comme le taux de destruction d'emplois qui en découle est proportionnellement supérieur et traduit que les jeunes entreprises doivent grandir pour survivre (*up or out*).

Il ressort des analyses internationales effectuées par divers auteurs que les caractéristiques démographiques des entreprises à forte croissance sont en relation avec leur âge, avec leur taille, ou encore avec la branche au sein de laquelle elles sont actives. Malgré la diversité des définitions d'une entreprise à forte croissance, les recherches visant à les caractériser convergent sur quatre points : elles font référence à un nombre restreint d'entreprises ; elles ont initié la plupart des créations d'emplois dans les pays développés ; elles sont plutôt jeunes et ne sont pas surreprésentées dans les branches technologiques, comme cela pourrait être présupposé, mais sont présentes dans toutes les branches de l'économie (Coad et Moreno, 2015). De fait, quelle que soit la définition adoptée pour qualifier la sous-population des entreprises à forte croissance, ce sont plutôt les entreprises à forte intensité de savoir qui y sont surreprésentées par rapport à celles à fort contenu technologique, suggérant en cela que c'est notamment le niveau du capital humain qui importe dans l'émergence de ces entreprises (Daunfeldt, Elert et Johansson, 2015). Les analyses couvrant plusieurs périodes ont également mis en évidence la difficulté, pour ces entreprises, de maintenir ce taux de croissance élevé dans la durée (Daunfeldt et Halvarsson, 2014). Ceci rend l'instauration de politiques économiques de soutien ciblées délicate compte tenu de la difficulté d'identifier ex ante une entreprise à forte croissance, le phénomène étant par nature très incertain (Hölzl, 2016).

1.2 Situation en Belgique

Il n'existe pas de définition unique d'une jeune entreprise à forte croissance ou gazelle. Au niveau international, il est cependant communément fait usage de la définition établie par Eurostat et l'OCDE (OECD, 2007),

à savoir qu'il s'agit d'une entreprise âgée d'au maximum cinq ans, occupant au moins dix employés en début de période d'observation et affichant sur une période de trois ans un taux de croissance annualisé de plus de 20 % en termes d'emploi ou de chiffre d'affaires. Complémentairement et sur la base des mêmes critères, une jeune entreprise à croissance moyenne est une entreprise dont le taux de croissance annualisé se situe entre 10 et 20 %.

Il convient de noter que l'emploi et le chiffre d'affaires n'évoluent pas nécessairement dans les mêmes proportions et qu'ils peuvent refléter des profils de croissance différents, la progression de l'activité pouvant s'accompagner de gains de productivité. Ainsi par exemple, une augmentation des ventes peut précéder un rebond plus ou moins proportionnel de l'emploi, ou une entreprise à forte croissance du chiffre d'affaires peut adopter des innovations (qu'elles soient techniques, managériales ou organisationnelles) qui réduisent le contenu en emplois de la hausse de son activité (Davidsson *et al.*, 2005).

En 2014, les entreprises à forte croissance (mesurée sur la base de l'emploi et sans restriction d'âge) représentaient en Belgique 8 % des entreprises occupant plus de dix employés (par rapport à 9,2 % pour l'ensemble de l'UE) et 0,4 % de la population totale des entreprises (Mignon, 2017). Un peu moins d'un tiers de ces firmes sont de jeunes entreprises. Ainsi, une forte croissance n'est pas uniquement l'apanage des jeunes entreprises.

Une forte croissance ne reflète d'ailleurs pas toujours une croissance interne, mais peut aussi découler d'opérations de fusion ou d'acquisition. Une étude du Bureau fédéral du plan (Dumont *et al.*, 2017) a mis en évidence qu'en Belgique durant la période allant de 2002 à 2014, en moyenne 4,7 % des entreprises à forte croissance avaient été impliquées dans une opération de fusion ou d'acquisition au cours d'une des trois années précédant l'année d'observation. Parmi celles-ci, 0,23 % concernait de jeunes entreprises à forte croissance en tant que cibles et 0,25 % en tant que jeunes entreprises « acquérantes ». La croissance par acquisition des jeunes entreprises à forte croissance n'implique donc qu'un très faible pourcentage de la population des jeunes entreprises.

1.3 Perspectives internationales

L'étude approfondie et comparative de la dynamique entrepreneuriale dans différents pays à laquelle a

procédé l'OCDE (Criscuolo *et al.*, 2014) confirme que ce ne sont pas tant les petites entreprises que les jeunes firmes (de moins de cinq ans) qui participent plus que proportionnellement à la dynamique de l'emploi. À cet égard, les jeunes entreprises y contribuent, d'une part, en créant des emplois lorsqu'elles pénètrent sur le marché et en détruisant des emplois en cas d'échec (marge extensive), et, d'autre part, au travers du processus de création/destruction d'emplois au sein des entreprises dans le cadre de la marche des affaires (marge intensive). La somme nette de ces flux est positive pour les entreprises de moins de cinq ans. Il ressort des analyses de l'OCDE (Criscuolo *et al.*, 2014 et Calvino *et al.*, 2015), portant sur un échantillon de 18 pays, que les jeunes entreprises sont créatrices nettes d'emplois (elles occupent en moyenne 17 % des emplois mais représentent 41 % des emplois créés). Pendant la crise, les nouvelles entreprises ont davantage été touchées que les entreprises établies. De 2002 à 2011, leur part dans l'emploi total est retombée de 1,8 à 1,2 %. Cette vulnérabilité est importante, étant donné que les jeunes entreprises sont à la base de créations nettes d'emplois, de même qu'elles soutiennent la croissance de la productivité et qu'elles participent à la diffusion de l'innovation au sein du tissu économique (Dumont et Kegels, 2016).

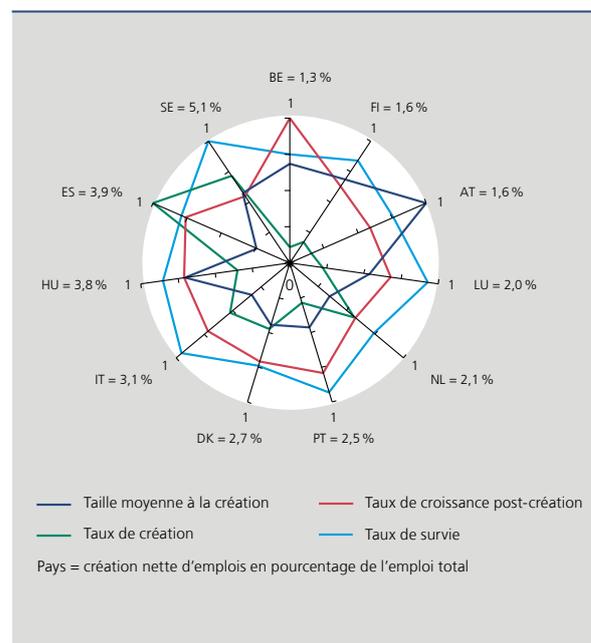
Calvino *et al.* (2015) ont évalué la contribution des jeunes entreprises à la création nette d'emplois en rapportant l'emploi total dans les entreprises survivantes au terme de la troisième année d'existence à l'emploi total initial. Cette contribution varie fortement d'un pays à l'autre, allant de 5,1 % en Suède à 1,3 % en Belgique, où ce taux est le plus faible. Il peut être décomposé en quatre éléments⁽¹⁾:

- le taux de création d'entreprise (défini comme le rapport entre le nombre d'entreprises créées et l'emploi total initial): ce taux reflète l'importance relative de la démarche entrepreneuriale au sein de l'économie;
- la taille moyenne de l'entreprise au moment de sa création (égale au nombre moyen de travailleurs des nouvelles entreprises);
- le taux de survie des entrants au-delà des trois ans (défini comme le rapport entre le nombre d'entreprises survivant au-delà des trois ans et le nombre total d'entreprises créées)⁽²⁾;
- et le taux de croissance post-crétion d'emploi (égal au rapport entre l'emploi après trois ans et l'emploi initial des jeunes entreprises survivantes), qui est lié au potentiel de croissance et à la performance des entreprises.

Les dynamiques entrepreneuriales des jeunes entreprises se révèlent très différentes selon les pays, et les

GRAPHIQUE 1 DÉCOMPOSITION DE LA CRÉATION NETTE D'EMPLOIS PAR LES JEUNES ENTREPRISES

(entreprises survivantes après trois ans occupant au maximum 50 salariés; échelle normalisée pour chaque composante par rapport à sa valeur maximale parmi les pays analysés)



Sources : Calvino *et al.* (2015) et calculs propres.

quatre composantes interagissent de façon variée. Les taux de création d'entreprise et la taille moyenne au moment de la création divergent fortement entre les pays, et ils se compensent souvent. Ainsi par exemple, le taux de création est élevé en Espagne, tandis que la taille moyenne y est faible; en Autriche, la situation est inversée.

Par contre, les taux de survie et de croissance sont plus similaires entre les pays. C'est au cours des premières années d'activité que la sélection s'opère et que les créations d'emplois semblent être les plus importantes. La probabilité

(1) Taux de création net d'emploi des jeunes entreprises

$$= \frac{E_{t+3}^{surv}}{E_t} = \frac{E_{t+3}^{surv}}{E_t^{surv}} \times \frac{E_t^{surv}}{N_t^{surv}} \times \frac{N_t^{surv}}{N_t} \times \frac{N_t}{E_t}$$

où E = emplois, N = nombre d'entreprises et $surv$ = survivants
 = (taux de croissance post-crétion) x (taille moyenne en t) x (taux de survie en $t+3$) x (taux de création d'entreprises en t).

(2) L'interprétation du taux de survie après trois ans des entrants est relativement délicate. En effet, un taux de survie élevé n'est pas nécessairement le signe d'une dynamique optimale de la population des entreprises. Un taux élevé peut caractériser la situation d'un marché peu concurrentiel sur lequel peu d'entreprises sont créées chaque année mais arrivent facilement à y survivre, ou bien une situation d'allocation sous-optimale des ressources en faveur d'entreprises jeunes mais inefficaces qui devraient sortir du marché mais qui parviennent cependant à accaparer les ressources nécessaires à leur survie au détriment d'entrants potentiels ou d'autres entreprises existantes. À l'opposé, un taux faible peut refléter un processus de création d'entreprise très dynamique sur un marché très concurrentiel, entraînant un processus optimal d'allocation des ressources en faveur des (nouvelles) entreprises les plus performantes tout en s'accompagnant de la sortie rapide de nombreuses jeunes entreprises moins performantes.

moyenne de quitter le marché culmine entre la deuxième et la troisième année d'existence. Une large majorité des entreprises survivantes ne croît pas, mais les jeunes entreprises qui survivent créent des emplois de façon plus que proportionnelle.

La Belgique enregistre une croissance post-crétion particulièrement vive, mais qui ne suffit pas pour compenser le très faible taux de création. Ce dernier est à mettre en relation avec un niveau de culture entrepreneuriale très bas ainsi qu'avec une aversion pour le risque relativement plus élevée que dans les autres pays de l'UE15 (De Mulder et Godefroid, 2016).

Dans la lignée des travaux de l'OCDE, le Bureau fédéral du plan a complété l'analyse consacrée au rôle que jouent les jeunes entreprises dans la création d'emplois et à l'évolution de la productivité industrielle en Belgique (Dumont et Kegels, 2016). Non seulement le taux de création y est bas, mais le taux de sortie l'est aussi. Ce dernier est inférieur au taux de création, ce qui implique une croissance structurelle du nombre d'entreprises en activité entre 2008 et 2013. Depuis le début du millénaire, les entreprises belges ont initié une création nette d'emplois, la croissance dans les activités de services étant suffisamment vive pour compenser les pertes d'emplois dans les industries manufacturières.

1.4 Les déterminants de la croissance

Un autre pan de la littérature s'est attaché à analyser quelques déterminants possibles de la croissance des entreprises. Ces études font référence, d'une part, aux caractéristiques de l'entrepreneur et aux différentes stratégies mises en œuvre, et, d'autre part, aux facteurs externes tels que l'environnement des affaires et la réglementation.

S'agissant des capacités de l'entrepreneur, une majorité des études ont mis en exergue l'influence positive de la motivation, du niveau d'éducation, de l'expérience managériale et du nombre de fondateurs. Par contre, la création d'entreprise après une période de chômage exerce plutôt une incidence négative sur la croissance. D'autres facteurs, comme le genre, l'âge ou l'origine ethnique de l'entrepreneur, ne semblent par contre pas avoir d'effet significatif sur la performance de l'entreprise. L'adoption d'une orientation entrepreneuriale proactive, innovante et disposée à la prise de risques se révèle également favorable à la croissance (Storey, 1994. In: Davidsson *et al.*, 2005).

La (forte) croissance des entreprises peut également être positivement influencée par de nombreux facteurs.

En matière d'innovation, les entreprises qui innover enregistrent une croissance deux fois plus élevée (en termes d'emplois et de ventes) que celles qui n'innover pas (Nesta, 2009). Cela ne signifie pas pour autant que les entreprises à forte croissance sont davantage présentes dans les branches innovantes. Une stratégie d'innovation n'est pas suffisante en tant que telle : elle doit se traduire en nouveaux produits, tandis que, s'il s'agit d'innovation de procédés, l'impact sur l'emploi est indéterminé (OECD, 2010). Cependant, la plupart des analyses font état d'une relation positive entre innovation de produits, ventes et hausse de l'emploi dans les entreprises à forte croissance (Coad et Moreno, 2015).

L'adoption d'une stratégie d'exportation est pertinente pour une entreprise localisée dans un petit pays car elle gonfle la taille de son marché et ses perspectives de croissance. L'effet sur la croissance dépend cependant des ressources mobilisables pour s'implanter à l'échelle internationale, ce qui peut s'avérer difficile pour les jeunes entreprises compte tenu de leur (petite) taille et de leurs moyens limités (elles sont moins diversifiées). Combiné à une (plus) forte concurrence rencontrée sur le plan international, cet état de fait favorise une stratégie de différenciation, qui les incite à se focaliser sur des biens et services qui correspondent aux attentes spécifiques des clients (Davidsson *et al.*, 2005).

La conclusion d'accords de partenariat et, plus globalement, la participation à différents réseaux de contacts (networking), que ce soit au sein de la branche ou avec des clients, des fournisseurs, des distributeurs (dans le cas d'un déploiement international) ou des centres de recherches, peut renforcer la résilience des entreprises à forte croissance (OECD, 2010).

L'accès au financement est aussi souvent cité comme étant un frein à la création et au développement d'une nouvelle activité/entreprise. Les jeunes entreprises sont fréquemment confrontées aux problèmes d'aléa moral et de sélection adverse en raison de l'asymétrie d'information sur le marché des capitaux les concernant (pas d'historique de crédit) et de l'indisponibilité de caution en garantie d'emprunts (Calvino *et al.*, 2016).

Si l'essor des jeunes entreprises repose en partie sur la capacité entrepreneuriale des fondateurs, le contexte des affaires dans lesquelles elles évoluent et les éventuels obstacles qu'elles doivent affronter influent également sur leur dynamique de croissance. À cet égard, les différences entre les dynamiques entrepreneuriales doivent aussi être mises en relation avec les politiques nationales applicables aux jeunes entreprises et avec le cadre réglementaire qui les régit. Cela concerne

par exemple les conditions d'accès au marché des biens et des services, de financement ou de sortie du marché (liées aux législations relatives aux faillites). Calvino *et al.* (2016) distinguent l'effet de ces politiques nationales sur les nouvelles entreprises de celui qu'elles exercent sur les entreprises établies. Les très jeunes entreprises (moins de deux ans d'activité) sont notamment systématiquement plus influencées par le contexte économique national et par le cadre réglementaire que ne le sont les entreprises matures. De fait, étant de plus petite taille, elles sont moins à même que les grandes entreprises d'agir sur leur environnement.

2. Les jeunes entreprises à forte croissance en Belgique

2.1 Définition

La suite de l'article met en avant les résultats de l'analyse des données d'entreprises belges à laquelle nous avons procédé. Il va de soi que les résultats relatifs tant au nombre de jeunes entreprises à forte croissance qu'à leurs spécificités sont largement tributaires de la définition utilisée. Si celle-ci est trop vaste, le nombre d'entreprises qui entrent en ligne de compte est trop élevé; il est alors vain de vouloir mettre en évidence certains traits distinctifs. À l'inverse, une définition trop stricte ne prendrait en compte qu'un nombre extrêmement restreint d'entreprises, dont les caractéristiques pourraient ne pas être véritablement représentatives.

À cet égard, l'approche d'Eurostat et de l'OCDE en la matière (cf. supra) a été retenue comme point de départ. Celle-ci souffre toutefois d'un certain nombre de lacunes aux fins de notre analyse. Les firmes initialement petites (moins de dix travailleurs) ne peuvent ainsi jamais être qualifiées de jeunes entreprises à forte croissance. Ce dernier point constitue une restriction importante, en particulier pour la Belgique, qui est un pays de PME. Il a donc été jugé utile d'adapter et de compléter cette définition (cf. Annexe 1 pour une discussion plus approfondie de la méthodologie adoptée).

Ainsi, dans cet article, les entreprises sont considérées comme des gazelles, à savoir comme de jeunes entreprises à forte croissance :

- sur la base de l'emploi :
 - si elles occupent au moins dix travailleurs au début de la période d'observation et enregistrent une croissance annualisée de l'emploi de plus de 20 % sur une période de trois ans pendant leurs cinq premières années d'activité ;

- ou si elles occupent moins de dix travailleurs au début de la période d'observation et augmentent leurs effectifs d'au moins sept travailleurs sur une période de trois ans pendant leurs cinq premières années d'activité ;

ou

- sur la base du chiffre d'affaires :
 - si elles réalisent au moins deux millions d'euros de chiffre d'affaires au début de la période d'observation et enregistrent une croissance annualisée de leur chiffre d'affaires de plus de 20 % sur une période de trois ans pendant leurs cinq premières années d'activité ;
 - ou si elles réalisent moins de deux millions d'euros de chiffre d'affaires au début de la période d'observation et enregistrent une augmentation de leur chiffre d'affaires d'au moins 1,4 million d'euros sur une période de trois ans pendant leurs cinq premières années d'activité.

Cette définition permet d'identifier des entreprises aux profils de croissance différents (augmentation du chiffre d'affaires, hausse de l'emploi, voire progression des deux simultanément) en vue de mesurer une forte croissance. Elle s'appuie sur les mêmes critères pour l'accroissement de l'emploi que pour celui du chiffre d'affaires. Ces critères sont cohérents entre eux tant pour les entreprises qui atteignent tout juste les seuils utilisés (de dix travailleurs ou de deux millions d'euros de chiffre d'affaires) que pour celles qui se situent en deçà : l'expansion requise de sept collaborateurs ou de 1,4 million d'euros de chiffre d'affaires sur une période de trois ans correspond en effet à l'élévation absolue qui est implicitement exigée des entreprises atteignant tout juste le seuil fixé.

Afin de pouvoir évaluer les résultats et les caractéristiques des jeunes entreprises à forte croissance, on compare tout d'abord ces derniers à ceux des jeunes entreprises dont la croissance est dite modérée. Cette dernière correspond à un accroissement annuel de 10 à 20 % (ou à l'équivalent de celle-ci) de l'emploi ou du chiffre d'affaires, en utilisant une méthodologie identique. Par ailleurs, un deuxième groupe de référence est constitué de toutes les autres jeunes entreprises. Ces deux groupes de contrôle rassemblent donc des entreprises qui ont le même âge que les gazelles mais ont enregistré une croissance plus faible. Un troisième et dernier groupe de référence englobe les entreprises pérennes, à savoir celles qui ont au minimum dix ans de plus que les jeunes entreprises en question, tous profils de croissance confondus.

La base de données regroupe l'ensemble des entreprises belges ayant déposé des comptes annuels auprès de la Banque nationale de Belgique au cours de la période allant de 1996 à 2014. La période d'observation couvrant

les cinq premières années d'existence, ces entreprises ont été créées entre 1995 et 2009. Les données des comptes annuels ont été combinées avec les renseignements relatifs aux échanges internationaux de ces entreprises repris dans les statistiques du commerce extérieur.

L'analyse ne concerne que les entreprises dites « autonomes », et non celles faisant partie d'une multinationale ou d'un groupe belge, les performances de ces dernières pouvant davantage résulter de la possibilité de transférer des ventes et/ou de l'emploi entre les entreprises d'un même groupe que de leurs caractéristiques intrinsèques. Elle se concentre en outre sur les entreprises du secteur privé. Dès lors, les services non marchands ont été exclus de la base de données. Compte tenu de leurs spécificités, l'agriculture, la production et la distribution d'électricité, de gaz et d'eau, de même que les activités financières n'ont pas non plus été prises en considération.

2.2 Résultats

Des quelque 215 000 entreprises autonomes établies entre 1995 et 2009, près de 180 000 étaient encore en activité cinq ans plus tard (soit environ 83 %). Parmi elles, on dénombrait un total de 6 133 gazelles, soit 3,4 % des entreprises encore actives. Par ailleurs, 6 % de cette

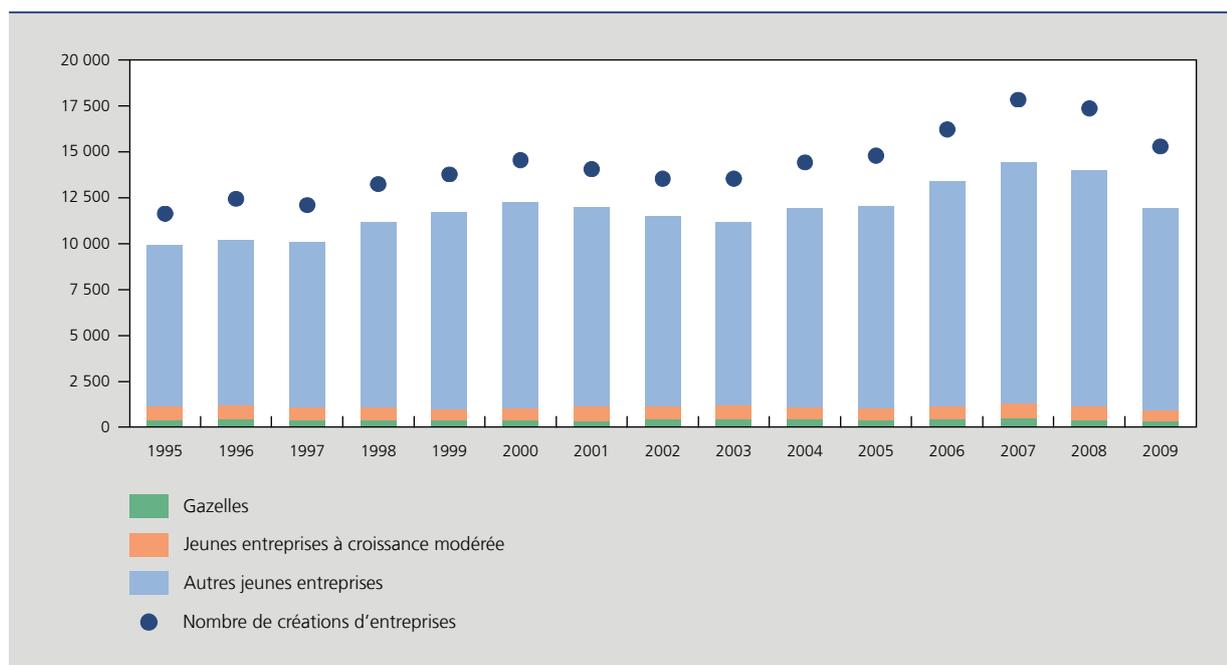
population affichaient une croissance modérée. La croissance annuelle moyenne était donc inférieure à 10 % pour 91 % des jeunes entreprises ayant survécu après cinq ans.

L'analyse des données sur une base annuelle montre qu'un peu plus de 14 000 entreprises autonomes ont été constituées en moyenne chaque année au cours de la période sous revue. Si la tendance avait tout d'abord été orientée à la hausse – environ 11 600 entreprises ont été fondées en 1995, contre 17 800 en 2007 –, la crise économique a ensuite fait baisser ce nombre. Sur une base annuelle, parmi les entreprises qui ont vu le jour entre 1995 et 2009 (et qui existaient toujours après cinq ans), en moyenne environ 400 par année ont enregistré une forte croissance.

Environ la moitié des 6 133 gazelles ont réalisé le développement requis en termes d'effectifs. À cet égard, il s'avère que les jeunes entreprises à forte croissance créent donc aussi beaucoup d'emplois. 82 % d'entre elles ont également mérité ce qualificatif grâce à l'élévation de leur chiffre d'affaires⁽¹⁾. Cette proportion plus importante tient à plusieurs facteurs, telle la réalisation de gains de

(1) Si la somme des deux proportions est supérieure à 100 %, c'est parce qu'une partie des entreprises ont enregistré la croissance requise en termes tant d'emploi que de chiffre d'affaires.

GRAPHIQUE 2 JEUNES ENTREPRISES EN BELGIQUE: CRÉATIONS, SURVIE APRÈS CINQ ANS ET PROFIL DE CROISSANCE
(entreprises autonomes créées entre 1995 et 2009)



Source : BNB.

productivité. Le fait que l'emploi, contrairement au chiffre d'affaires, ne puisse être adapté que graduellement joue aussi un rôle: en effet, on n'augmente souvent les effectifs que lorsque l'activité a suffisamment progressé pour permettre l'engagement d'un travailleur supplémentaire.

Environ 29 % des gazelles identifiées dépassaient initialement les seuils (ou l'un des seuils). Pas moins de 83 % des entreprises à forte croissance ont été sélectionnées sur la base des critères appliqués en deçà des seuils⁽¹⁾. Ces résultats montrent, comme on le supposait, la grande importance des petites entreprises dans l'économie belge, et donc l'utilité d'élargir les critères en vue de mesurer la forte croissance des jeunes entreprises, ce qui a permis d'obtenir un panel de gazelles plus représentatif.

3. Cartographie des gazelles

Afin de cartographier les entreprises à forte croissance, un certain nombre de leurs caractéristiques ont été analysées et comparées avec celles des deux autres types de jeunes entreprises et des entreprises pérennes. Les résultats obtenus sont purement descriptifs. En effet, aucune correction n'étant appliquée pour d'autres facteurs ayant une influence, on ne peut considérer que la cohérence bilatérale obtenue montre l'existence d'un lien direct entre les variables en question et la croissance rapide d'une entreprise et l'on ne peut dès lors pas se prononcer sur un éventuel lien de causalité.

3.1 Où se situent-elles ?

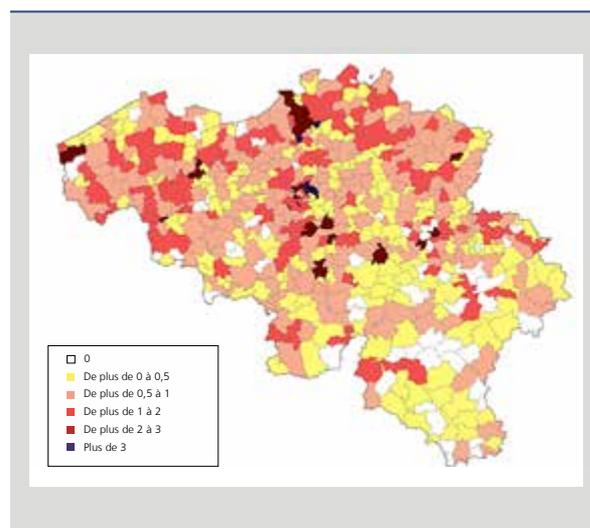
Tout d'abord, la localisation géographique des gazelles a été établie. La ventilation par région a révélé que, sur l'ensemble de la période analysée, 61 % d'entre elles avaient leur siège social en Flandre, contre 24 % en Wallonie et 15 % à Bruxelles.

Afin de procéder à une analyse plus précise, les données ont été examinées au niveau des communes, l'objectif étant de déterminer si les gazelles étaient plus présentes dans des zones économiques données (« clusters »). En toute logique, une entreprise (à forte croissance) a plus de chances d'être créée dans une commune plus grande. Aux fins des corrections visant à tenir compte de ce facteur, le nombre total d'entreprises à forte croissance par commune a été rapporté à la population en âge de travailler (18-64 ans) correspondante. Les résultats obtenus

(1) Une fois de plus, des chevauchements sont possibles, par exemple lorsque des entreprises qui n'atteignaient pas les seuils au début de la première sous-période de trois ans dépassaient ces limites inférieures (ou l'une d'elles) l'année suivante – c'est-à-dire au début de la deuxième sous-période.

GRAPHIQUE 3 SITUATION GÉOGRAPHIQUE PAR COMMUNE

(entreprises autonomes créées entre 1995 et 2009 pour 1 000 habitants de 18 à 64 ans)



Source: BNB.

indiquent tout d'abord que c'est en Flandre et à Bruxelles (et aux alentours) qu'on crée le plus d'entreprises à forte croissance. Les régions d'Anvers (grâce au port) et de Bruxelles s'avèrent être des clusters économiques. Dans ce dernier cas, la proximité de l'aéroport national est susceptible de jouer un rôle, Machelen et Zaventem étant les communes où la concentration de ces entreprises est la plus élevée.

Une autre information potentiellement intéressante concerne la ventilation par branche d'activité. Comme il ressort de la littérature, les gazelles sont présentes dans des branches très diverses. Les trois quarts des jeunes entreprises à forte croissance fournissent des services marchands; la majeure partie d'entre elles (38 %) sont actives dans le commerce (de gros et de détail), tandis que 17 % le sont dans les services aux entreprises et les services administratifs. Par ailleurs, environ 17 % des gazelles opèrent dans la construction, et quelque 9 % dans l'industrie manufacturière.

Si on prend les entreprises pérennes comme référence pour définir la part moyenne des branches d'activité dans l'économie, il appert que les entreprises à forte croissance sont un peu plus souvent actives dans la construction et un peu moins dans les services marchands. Cependant, au sein de ces services, les gazelles sont relativement plus fréquemment présentes dans le commerce (et plus précisément dans le commerce de gros) et dans le transport.

Les jeunes entreprises à croissance faible ou négative (les « autres jeunes entreprises ») sont comparativement plus présentes dans les secteurs de l'horeca, de l'information et de la communication (principalement l'informatique) ainsi que des services aux entreprises et administratifs (comme les activités de conseils de gestion).

3.2 Ratios financiers

Les données des comptes annuels des entreprises permettent aussi de calculer un certain nombre de ratios financiers. Aux fins du présent article, quatre ratios portant sur divers aspects du financement et de la rentabilité des entreprises ont été sélectionnés.

La structure du passif a d'abord été examinée, et plus précisément la mesure dans laquelle les activités des entreprises étaient financées à l'aide, d'une part, de capitaux propres et, d'autre part, de dettes à court ou à long terme. De manière générale, la part des capitaux propres dans le total du passif est plus réduite chez les jeunes entreprises que chez les entreprises pérennes. Cela peut simplement tenir au fait que les entreprises pérennes sont, par définition, actives depuis plus longtemps et qu'elles ont donc pu accumuler davantage de capitaux propres (entre autres grâce à la mise en réserve de bénéfices). C'est chez les jeunes entreprises à croissance modérée et, surtout, chez celles à forte croissance que la part des capitaux propres est la plus faible; elles ont relativement plus recours à des dettes à court terme. On ne peut toutefois pas en conclure que la base de financement des gazelles est fragile. En effet, elles sont manifestement parvenues à convaincre les

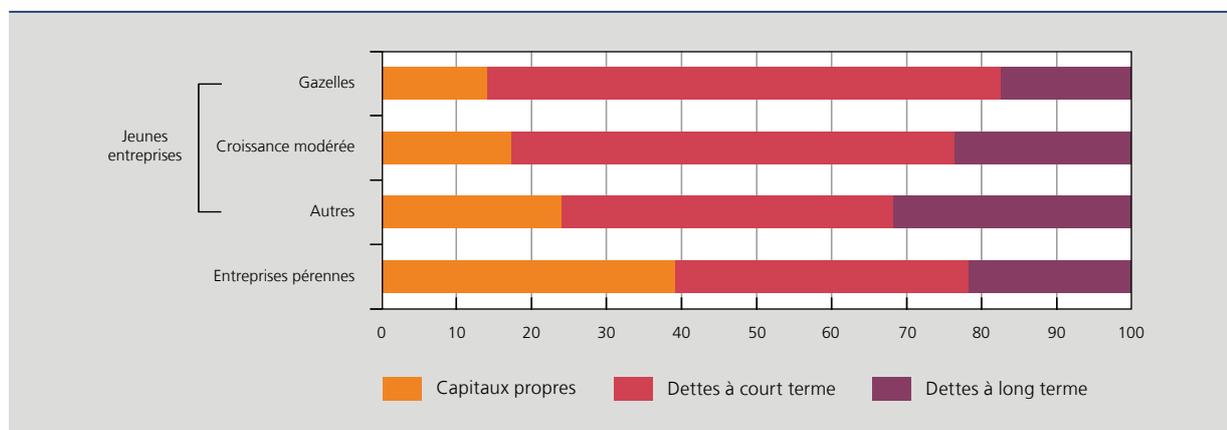
banques et d'autres bailleurs de fonds de leur octroyer les fonds nécessaires à la réalisation de leur croissance. Cela peut néanmoins aussi indiquer en partie que les jeunes entreprises à forte croissance peinent à attirer du capital à risque pour financer leur croissance. Le profil de risque de ces entreprises est généralement plus élevé que celui des autres. De plus, certaines imperfections de marché liées à leur taille et/ou à leur âge (par exemple un déficit d'information entre les start-up et les investisseurs) compliquent l'accès au financement par actions et les empêchent donc de bénéficier des avantages qui en découlent en termes de diversification et de coûts.

Les jeunes entreprises à forte croissance affichent cependant une marge nette sur les ventes sensiblement plus faible que tous les autres groupes d'entreprises. Ce ratio rapporte le bénéfice d'exploitation au chiffre d'affaires. Il est possible que, durant leurs premières années d'existence, l'accent soit mis sur la croissance proprement dite (notamment celle du chiffre d'affaires), ce qui tire le dénominateur de ce ratio vers le haut, tandis qu'il est difficile de faire progresser le bénéfice au même rythme.

La rentabilité nette des capitaux propres après impôts des jeunes entreprises à forte croissance et à croissance modérée est en revanche largement supérieure à celle des deux autres groupes d'entreprises. Ce ratio exprimant la relation entre le résultat d'exploitation et les capitaux propres, il est partiellement influencé par l'importance susmentionnée des capitaux propres dans les divers groupes d'entreprises. Lorsqu'ils sont relativement plus volumineux, comme c'est le cas dans les entreprises pérennes, la valeur calculée du ratio diminue; lorsqu'ils sont limités, comme chez les gazelles, le ratio augmente.

GRAPHIQUE 4 COMPOSITION DU PASSIF

(en pourcentage du total, entreprises autonomes créées entre 1995 et 2009, pendant leur cinquième année d'activité)



Source : BNB.

Enfin, la liquidité au sens strict, qui établit le rapport entre les actifs réalisables à court terme⁽¹⁾ et les dettes à un an au plus, est légèrement plus élevée dans les entreprises pérennes que dans les jeunes entreprises. C'est principalement dans les jeunes entreprises à forte croissance et à croissance modérée que ce ratio est plus bas, ces dernières recourant, comme on l'a déjà mentionné, davantage à des dettes à court terme pour financer leur activité.

3.3 Situation après dix ans

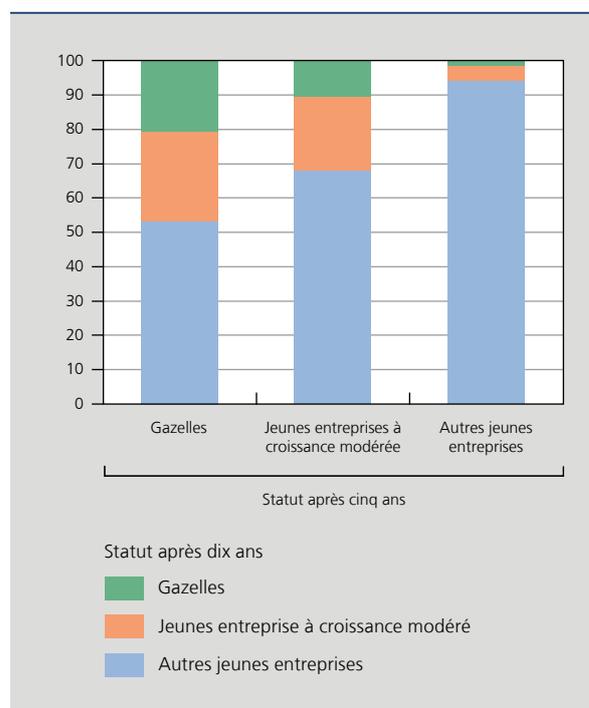
Bien que cet article soit consacré au développement des entreprises durant leurs cinq premières années d'activité, il est également intéressant de voir comment celles-ci évoluent par la suite. Il n'est en effet pas exclu, par exemple, que la croissance de certaines firmes soit si rapide au départ qu'elle devient ensuite quasiment nulle, voire négative, ou encore que certaines d'entre elles n'enregistrent pas de croissance solide avant plusieurs années. Pour le vérifier, les comportements des différents groupes d'entreprises, répartis en fonction de leur croissance durant les cinq premières années, ont été examinés pendant les cinq années suivantes. Afin d'éviter que les conclusions ne soient biaisées par la crise économique, les résultats n'ont été pris en compte que jusqu'en 2007. Cette analyse ne concerne donc que les entreprises créées entre 1995 et 1997.

Le taux de survie après dix ans fournit une première indication. Celui des entreprises qui affichaient une croissance forte ou modérée durant les cinq premières années (respectivement environ 74 et 79 %) est largement plus important que celui des autres jeunes entreprises (66 %).

En outre, il est aussi possible d'établir le profil de croissance des firmes qui ont survécu en recourant exactement à la même méthode que celle utilisée pour ventiler les entreprises durant leurs cinq premières années d'existence⁽²⁾. Bien entendu, on ne peut pas s'attendre à ce que les gazelles continuent indéfiniment d'enregistrer une vive croissance : plus la valeur initiale est élevée, plus l'augmentation requise en valeur absolue pour obtenir un même taux de croissance est importante. Ainsi, indépendamment des performances réalisées pendant les cinq premières années, la majorité des jeunes entreprises se classent dans le groupe des « autres entreprises » – celles dont la croissance moyenne annuelle est inférieure à 10 % – pendant les cinq années suivantes. De même, chez les jeunes entreprises qui étaient considérées comme des gazelles après cinq ans également, le développement

GRAPHIQUE 5 PROFIL DE CROISSANCE DES JEUNES ENTREPRISES APRÈS CINQ ET DIX ANS

(en pourcentage du total, entreprises autonomes créées entre 1995 et 1997⁽¹⁾)



Source : BNB.

(1) L'échantillon utilisé a été réduit pour éviter que les résultats ne soient biaisés par la crise économique de 2008.

s'affaiblit sensiblement : un peu plus de la moitié n'atteignent plus les 10 % et environ un quart connaissent encore une croissance modérée. Néanmoins, quelque 20 % d'entre elles parviennent à maintenir leur croissance initiale de plus de 20 %. Elles dépassent ainsi clairement les firmes qui affichaient une croissance modérée pendant leurs cinq premières années d'existence et sont même loin devant les autres jeunes entreprises. Dans ce dernier groupe, quelque 94 % continuent d'enregistrer une croissance inférieure à 10 % ; une croissance initiale limitée ne se transforme donc que très rarement en une croissance élevée. Par contre, parmi les firmes dont la croissance était modérée pendant les cinq premières années, environ 10 % se sont hissées dans le groupe des entreprises à forte croissance. Manifestement, certaines entreprises ne sont pas à même de générer une forte croissance avant plusieurs années d'activité.

4. Leviers de développement

Comme mentionné précédemment, il n'existe pas de recette universelle conduisant à une forte croissance.

(1) Il s'agit des valeurs disponibles, des placements de trésorerie et des créances à un an au plus.

(2) Ainsi, la croissance de l'emploi et celle du chiffre d'affaires sont une nouvelle fois prises en considération pendant deux sous-périodes de trois ans.

Celle-ci, qu'elle soit mesurée par l'accroissement du chiffre d'affaires ou par celui de l'emploi, dépend en effet d'une multitude de facteurs idiosyncratiques. Par ailleurs, il n'est pas aisé d'établir un lien de causalité entre une croissance forte et une ou plusieurs caractéristiques des entreprises. Ainsi par exemple, les investissements réalisés peuvent générer une importante hausse du chiffre d'affaires qui permettra de financer d'autres investissements.

Toutefois, il est possible de mettre en avant certains traits communs du développement des gazelles. Sous certaines conditions, ces facteurs sont susceptibles de contribuer positivement à leur essor au cours des premières années d'activité et, ainsi, de devenir des leviers de croissance. C'est dans ce cadre que quatre d'entre eux ont été évalués, à savoir l'intégration au sein du réseau de production domestique, le déploiement international, le niveau de qualification du capital humain et l'investissement. L'ensemble de ces éléments sont présentés dans les sections suivantes.

Une nouvelle fois, les résultats concernent les entreprises créées entre 1995 et 2009. De manière ponctuelle, l'indisponibilité de certaines données nous a contraints à réduire l'horizon d'analyse.

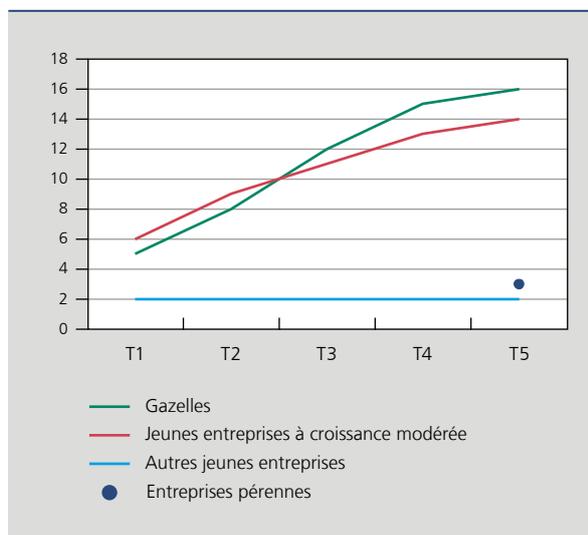
Nous avons préféré examiner nos résultats sur la base de la médiane plutôt que sur celle de la moyenne afin d'éviter que ceux-ci ne soient influencés par des valeurs aberrantes. Pour tous les facteurs considérés, il a été procédé à des tests statistiques comparant les médianes des diverses sous-populations examinées (cf. Annexe 2). Tous ces tests concluent que la gazelle médiane se distingue significativement de l'entreprise médiane à croissance faible ou négative (autres jeunes entreprises), et ce dès le début de leurs activités. Tel est aussi le cas par rapport à la jeune entreprise médiane à croissance modérée, sauf, pour certaines années d'activité, en ce qui concerne le nombre de fournisseurs, de clients professionnels ainsi que les montants investis en actifs intangibles. Sauf mention contraire, les médianes évoquées dans la suite de l'article sont statistiquement différentes des seuils standard de significativité.

4.1 Intégration au sein du réseau de production domestique

Une première caractéristique pouvant influencer la performance des entreprises (cf. Dhyne et Duprez, 2015 et 2017) est l'intégration de celles-ci au sein du tissu économique domestique. Deux indicateurs permettent de la mesurer. Le premier est le nombre médian de

GRAPHIQUE 6 INTÉGRATION AU SEIN DU RÉSEAU DE PRODUCTION DOMESTIQUE⁽¹⁾

(nombre médian de clients professionnels, entreprises autonomes créées entre 2001 et 2009)



Source : BNB.

(1) Durant la majorité des années concernées, le test statistique nous révèle que les médianes des gazelles et des jeunes entreprises à croissance modérée ne sont pas significativement différentes.

clients professionnels. Celui-ci grimpe sensiblement au cours des premières années d'activité pour les jeunes entreprises à forte croissance et à croissance modérée. Plus précisément, pour ces deux groupes d'entreprises, le nombre médian de clients professionnels fait plus que doubler entre la première et la cinquième année d'existence. À l'opposé, pour les jeunes entreprises affichant un taux de croissance faible ou négatif, le nombre médian de clients professionnels n'évolue pas et reste inférieur à celui des autres groupes sur l'ensemble de la période. Il peut sembler tautologique qu'une entreprise qui croît fortement voie son nombre de clients augmenter. Cependant, cela nous informe sur le mode de croissance de ces entreprises. Une entreprise peut en effet gonfler son chiffre d'affaires en accroissant ses ventes à ses clients existants ou en élargissant son portefeuille de clients. Il semble qu'investir dans la constitution de son portefeuille de clients soit une étape essentielle durant les premières années d'existence d'une entreprise. Un tel constat a également été formulé par Foster *et al.* (2014) pour les États-Unis.

Le second indicateur d'intégration au sein du réseau de production domestique est le nombre médian de fournisseurs. Celui-ci donne des informations sur le niveau de sophistication des produits développés dans les entreprises. Un grand nombre de fournisseurs peut en effet être le signe d'une diversification accrue des inputs nécessaires

à la production, conduisant fréquemment à un niveau de sophistication des produits plus important. Cet indicateur peut également traduire le degré de spécialisation de l'entreprise qui préfère sous-traiter plus de tâches pour se concentrer sur ses « core competences ».

Pendant la première année d'activité, le nombre médian de fournisseurs des gazelles et des jeunes entreprises à croissance modérée est comparable. Par la suite, il augmente nettement plus rapidement pour le premier groupe. Le nombre médian de fournisseurs des autres jeunes entreprises et des entreprises pérennes est beaucoup plus faible.

Plus généralement, ces deux indicateurs fournissent des informations sur les relations que les jeunes entreprises entretiennent avec les autres entreprises implantées sur le territoire. Force est de constater que le niveau médian de clients professionnels et de fournisseurs observé la première année pour les gazelles et les jeunes entreprises à croissance modérée est déjà relativement plus élevé que pour les jeunes entreprises à croissance faible ou négative et les entreprises pérennes. Au fil du temps, les écarts se creusent de plus en plus.

Ces deux indicateurs peuvent également s'interpréter comme illustrant une moindre dépendance vis-à-vis d'un client/fournisseur de la jeune entreprise, qui diversifie ainsi les risques auxquels elle est confrontée. En élargissant

son portefeuille de clients et de fournisseurs, la jeune entreprise se trouve moins exposée à un choc négatif affectant les entreprises situées en amont ou en aval de son activité.

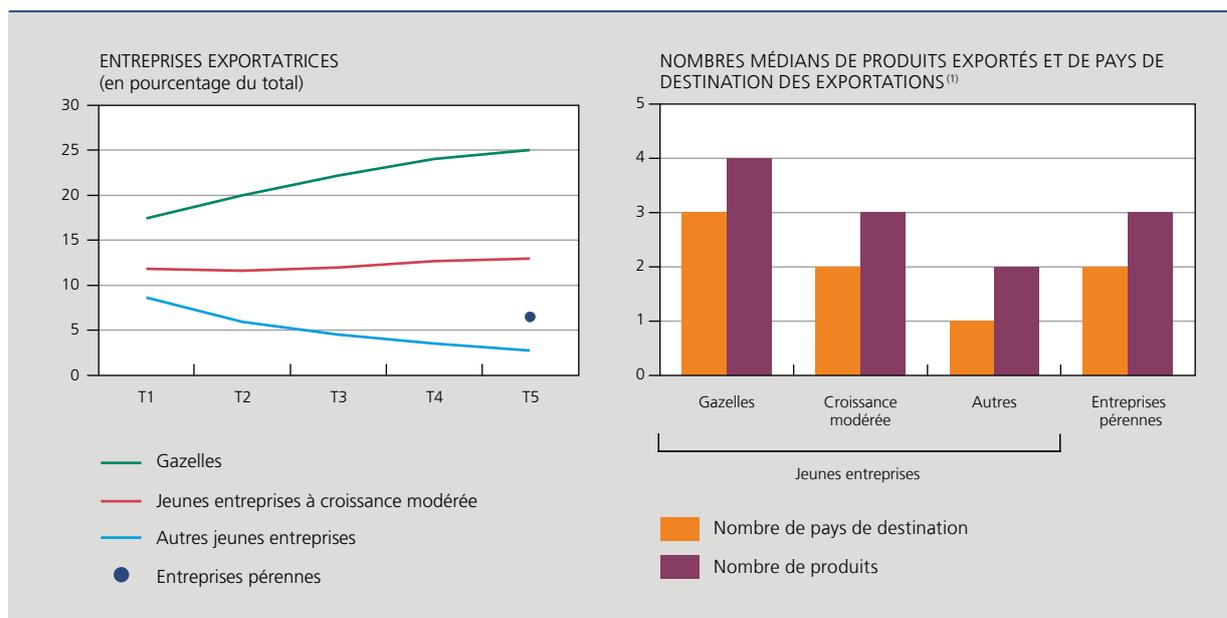
4.2 Déploiement à l'échelle internationale

De même qu'il est important qu'une jeune entreprise s'intègre au sein du tissu économique local, il peut également être essentiel, dans une petite économie ouverte comme la Belgique, que les jeunes entreprises s'implantent ou se fournissent rapidement sur les marchés internationaux. Complémentairement au développement domestique, les marchés étrangers offrent aussi des opportunités de croissance, tant intensives qu'extensives, aux jeunes entreprises. Dans un environnement toujours plus globalisé, c'est un véritable réseau d'entreprises interconnectées qui constitue le tissu productif d'une économie et les entreprises étrangères font partie intégrante de ce réseau.

Afin d'évaluer l'implication des gazelles au niveau international, trois indicateurs distincts ont été utilisés: le pourcentage d'entreprises exportatrices, le nombre médian de produits exportés et importés, ainsi que le nombre médian de pays d'origine (de destination) des importations (des exportations).

GRAPHIQUE 7 INTÉGRATION AU SEIN DES ÉCHANGES INTERNATIONAUX

(entreprises autonomes créées entre 1995 et 2009)



Source: BNB.

(1) Après cinq ans pour les jeunes entreprises et après au moins 15 ans pour les entreprises pérennes.

Au niveau des échanges avec le reste du monde, la situation durant les premières années d'activité des jeunes entreprises varie aussi selon leur profil de croissance. On observe, lors de la première année d'activité, que 17 % des gazelles sont exportatrices. Ce pourcentage est significativement plus élevé que celui enregistré parmi les jeunes entreprises à croissance modérée (12 %) et les autres jeunes entreprises (9 %), mais aussi que parmi les entreprises pérennes (6 %). Par la suite, ces différences s'intensifient. Ainsi, durant leur cinquième année d'activité, un quart des gazelles exportent. Le pourcentage d'entreprises exportatrices augmente aussi légèrement au sein des jeunes entreprises à croissance modérée. Les autres jeunes entreprises sont trois fois moins nombreuses à exporter après cinq années d'activité (3 %). Qui plus est, en moyenne, une entreprise à forte croissance exporte à une fréquence de 1,31 fois au cours de ses cinq premières années d'activité, alors que les jeunes entreprises à croissance modérée ou faible n'exportent, respectivement, que 0,82 et 0,34 fois en cinq ans.

Plus largement, il s'avère que la majorité des constats posés au niveau des exportations se vérifient également à celui des importations. Ces divergences selon le profil de croissance s'accroissent au fil du temps pour atteindre, après cinq ans, respectivement 32 % chez les gazelles importatrices, contre 19 % chez les jeunes entreprises à croissance modérée et à peine 5 % chez les autres jeunes entreprises.

Il apparaît donc que les jeunes entreprises à forte croissance sont proportionnellement plus nombreuses à être engagées dans des échanges internationaux, non seulement en ce qui concerne l'obtention des inputs nécessaires à la production (importations), mais aussi lorsqu'il s'agit de vendre leurs produits (exportations). Par ailleurs, on observe aussi que les exportations et les importations de la gazelle médiane représentent une plus large part de son chiffre d'affaires comparativement aux autres types de jeunes entreprises impliquées dans les échanges avec le reste du monde. Ce faisant, la gazelle médiane diversifie aussi les risques auxquels elle est exposée.

Une information additionnelle peut être apportée pour caractériser l'intégration accrue des gazelles dans les échanges internationaux. Il ressort de l'analyse du nombre médian de produits exportés après cinq ans que les gazelles exportatrices exportent plus de produits (4) que les jeunes entreprises exportatrices à croissance modérée (3) ou faible (2). Les résultats de la gazelle exportatrice médiane sont supérieurs à ceux de l'entreprise exportatrice pérenne médiane.

En matière d'importations, on constate une diversification des produits encore plus importante, en particulier pour les gazelles importatrices, pour lesquelles le nombre médian

de produits importés est de 7. Ce nombre médian est supérieur à ceux enregistrés pour les entreprises importatrices pérennes (5) et pour les jeunes entreprises importatrices à croissance modérée (5) ou faible ou négative (2).

Il apparaît que la spécialisation accrue de la gazelle médiane ne tient pas qu'à un nombre élevé de fournisseurs domestiques, mais qu'elle est aussi le fait d'un plus grand nombre de produits importés lorsque celle-ci décide de se fournir sur les marchés mondiaux. Lorsque les gazelles s'internationalisent, leurs ventes à l'étranger se diversifient également davantage.

De manière complémentaire, le nombre médian de pays d'origine des importations ou de destination des exportations n'est pas le même en fonction du profil de croissance des jeunes entreprises. Ainsi, lorsqu'elle exporte, la gazelle médiane envoie ses produits vers davantage de pays (3). Cet indicateur est une nouvelle illustration du caractère relativement plus diversifié des échanges entre les gazelles et le reste du monde. Ce constat s'applique également aux importations.

4.3 Structure de la main-d'œuvre

Une troisième source de croissance pour une entreprise peut également découler de la structure de son personnel. Comme indiqué précédemment, les entreprises à forte croissance sont très souvent actives dans des branches à forte intensité de savoir. Dès lors, la structure de qualification du personnel d'une entreprise devrait avoir une influence sur sa performance⁽¹⁾. L'analyse de cette dimension mobilisant des données disponibles dans les bilans sociaux, nous avons été contraints, compte tenu du nombre restreint de données, de limiter l'analyse à la période 2007-2009.

Selon nos données, un cinquième des gazelles occupent du personnel hautement⁽²⁾ qualifié dès le début de leurs activités. Cette part est plus élevée que dans les jeunes entreprises à croissance modérée (13 %) et à croissance faible ou négative (4 %). À mesure qu'elles se développent, ce pourcentage va augmenter chez les gazelles et les jeunes entreprises à croissance modérée. Après cinq années d'activité, 37 % de gazelles emploient du personnel hautement qualifié, contre 23 % des jeunes entreprises à croissance modérée et à peine 5 % des entreprises à croissance faible ou négative. Un dixième des entreprises pérennes embauchent du personnel de ce type.

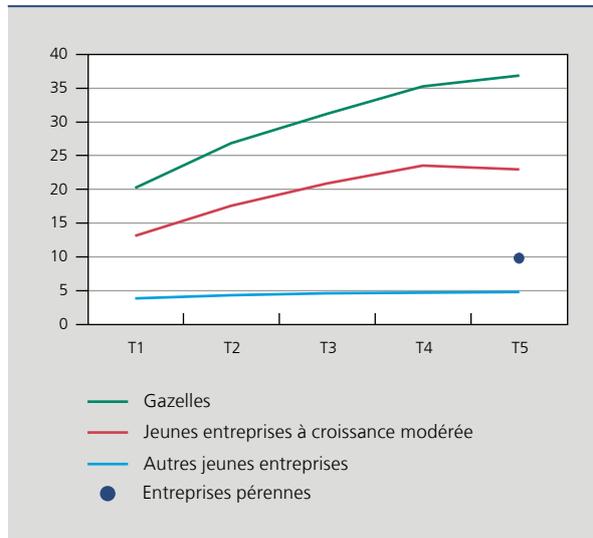
(1) D'autres caractéristiques de la main-d'œuvre ont été analysées (genre, type de contrat, etc.), mais aucune différence significative entre les entreprises médianes de nos différents groupes d'entreprises n'a pu être mise en évidence pour ces autres dimensions.

(2) Pour être considéré comme hautement qualifié, un employé doit être diplômé de l'enseignement supérieur.

4.4 Investissements

GRAPHIQUE 8 QUALIFICATION DU PERSONNEL

(parts en pourcentage des entreprises employant du personnel hautement qualifié⁽¹⁾, entreprises autonomes créées entre 2007 et 2009)



Source: BNB.

(1) Pour être considéré comme hautement qualifié, un employé doit être diplômé de l'enseignement supérieur.

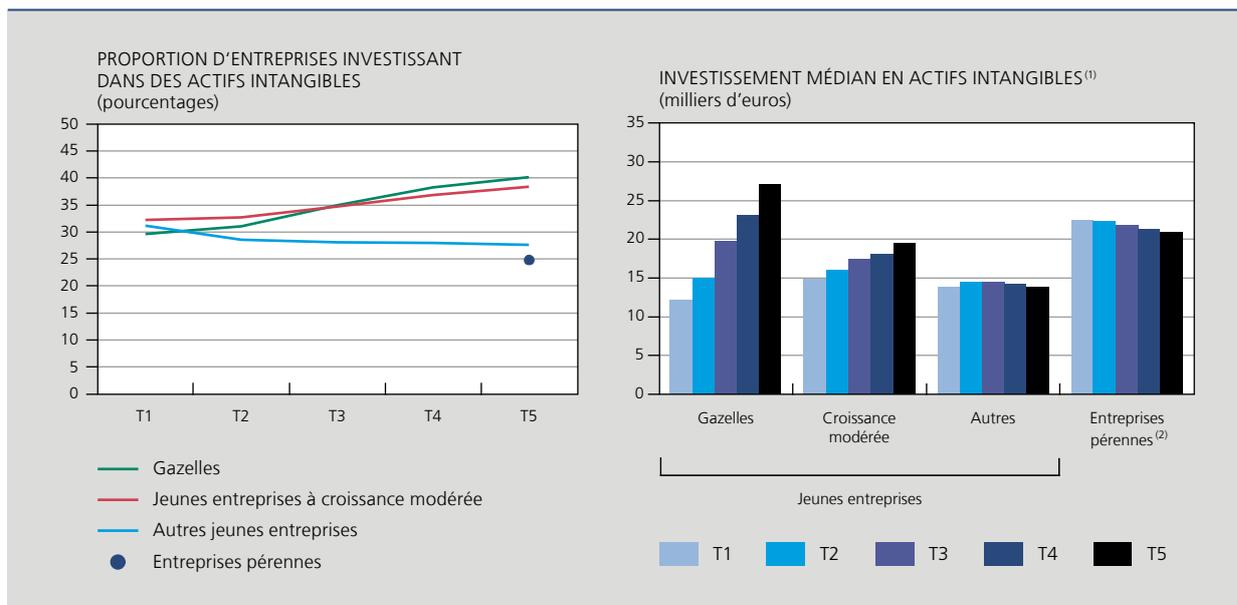
Parallèlement au fait de disposer d'une main-d'œuvre suffisamment qualifiée, il est également important que les jeunes entreprises investissent en vue d'étendre leur capacité de production et leur caractère innovant. Les jeunes entreprises seront ainsi plus à même d'atteindre rapidement la frontière d'efficacité technologique et de ne pas accumuler de retard sur ce plan vis-à-vis de leurs concurrents. Cela pourrait en effet les pénaliser et mettre en péril leur survie à court terme.

Les investissements des entreprises peuvent être rassemblés en deux grandes catégories bien distinctes: les investissements en actif tangibles, d'une part, et intangibles, d'autre part. La première catégorie rassemble, entre autres, l'ensemble des machines et outillages nécessaires pour mener à bien la production. La seconde est une approximation qui permet de prendre en considération le caractère innovant des entreprises. Les investissements en actifs intangibles sont en effet en partie composés des investissements en R&D.

Il appert que la quasi-totalité des jeunes entreprises effectuent des investissements en actifs tangibles durant leurs premières années de développement. Ainsi, durant

GRAPHIQUE 9 INVESTISSEMENTS EN ACTIFS INTANGIBLES

(entreprises autonomes créées entre 1995 et 2009)



Source: BNB.

(1) Il ressort du test statistique que les médianes des gazelles et des jeunes entreprises à croissance modérée ne sont pas significativement différentes en T3.

(2) Les observations relatives aux entreprises pérennes se rapportent à leurs investissements médians entre au minimum leur 11^e et leur 15^e années d'activité.

leur cinquième année d'activité, plus de 90 % des jeunes entreprises ont réalisé ce type d'investissements.

Le constat est par contre bien plus nuancé en matière d'investissements en actifs intangibles. Au début de leurs activités, le pourcentage de jeunes entreprises investissant en actif intangibles s'avère assez comparable (environ 33 %), quel que soit leur profil de croissance. C'est dans un second temps, à mesure qu'elles se développent, que les proportions vont diverger.

La part des jeunes entreprises à forte croissance investissant en actifs intangibles grimpe pour atteindre 40 % durant la cinquième année. Ce dernier pourcentage est très proche de celui enregistré pour les jeunes entreprises à croissance modérée. Au cours de la même période, à peine environ un quart des jeunes entreprises à croissance faible ou négative investissent en actifs intangibles, soit un niveau proche de celui des entreprises pérennes. Au cours des cinq premières années d'activité, presque une jeune entreprise à forte croissance ou à croissance modérée sur deux investit au minimum pendant une année en actifs intangibles, contre seulement un tiers des autres jeunes entreprises et des entreprises pérennes. Qui plus est, en moyenne, les gazelles et les jeunes entreprises à croissance modérée investissent à une fréquence de 1,75 fois en actifs intangibles au cours des cinq premières années, alors que les jeunes entreprises les moins performantes n'investissent en moyenne que 1,5 fois en cinq ans.

Selon le profil de croissance des jeunes entreprises, on observe aussi des différences en termes de montants médians investis. Bien que le niveau d'investissement en actifs intangibles des gazelles soit relativement plus faible au début de leur activité, les montants médians investis augmentent fortement au fil du temps et, après quelques années, dépassent ceux des autres catégories d'entreprises. Concernant les actifs tangibles et par rapport aux autres groupes de jeunes entreprises, les gazelles investissent davantage dès le début de leur activité, et les montants investis progressent plus rapidement.

4.5 Analyse multivariée

L'analyse des déterminants menée aux sections 4.1 à 4.4 se limitait à une analyse purement bivariée du lien entre chaque facteur et la performance des entreprises. Ces facteurs sont cependant relativement corrélés. Afin de voir si les relations observées entre les variables sont robustes, nous avons également procédé à une analyse multivariée. L'objectif de cette analyse est de tester l'influence de chaque levier sur la probabilité qu'une jeune

TABEAU 1 DÉTERMINANTS DE LA CROISSANCE DES JEUNES ENTREPRISES⁽¹⁾

(probit ordonné, entreprises autonomes créées entre 2003 et 2009)

Variables explicatives	Coefficients ⁽²⁾	Écart type
Nombre d'employés (en log)	0,086***	(0,021)
Intégration au sein du réseau de production domestique (en log)		
Nombre de clients	0,112***	(0,017)
Nombre de fournisseurs	-0,025	(0,019)
Place dans le commerce international		
Uniquement exportatrice	0,478***	(0,146)
Uniquement importatrice	0,276***	(0,106)
Exportatrice et importatrice	0,381***	(0,104)
Investissements (en log)		
En actifs tangibles	0,021***	(0,003)
En actifs intangibles	0,013***	(0,004)
Seuil estimé⁽³⁾		
de survie	-0,758	
de croissance modérée	1,399	
de croissance forte	1,765	
Binaires annuelles		Oui
Binaires sectorielles		Oui
R ²	0,0585	
Nombre d'observations	7 887	

Source : calculs propres.

- (1) Vu le nombre trop réduit de données disponibles, le niveau de qualification de la main-d'œuvre n'est pas repris dans cette régression.
- (2) Un coefficient positif indique une probabilité plus élevée qu'une jeune entreprise survive et enregistre une forte croissance au cours de ses premières années d'activité. Les coefficients ***, ** et * sont significatifs aux seuils respectifs de 1, 5 et 10 %.
- (3) La multiplication des différents coefficients avec les données disponibles dans chacune des entreprises donne une valeur totale pour chaque entreprise de notre échantillon. Les seuils présentés indiquent quelle valeur une entreprise doit atteindre pour survivre et être en mesure de passer dans un groupe d'entreprises affichant un profil de croissance plus élevé.

entreprise a, au moment de sa création, de survivre au moins cinq ans et d'évoluer plus ou moins favorablement au cours de ces cinq années. Pour cela, sur la base des caractéristiques initiales des jeunes entreprises⁽¹⁾, nous avons évalué leurs probabilités de (a) disparaître, (b) survivre durant cinq ans en affichant une croissance faible ou négative, (c) survivre durant cinq ans en enregistrant une croissance modérée et (d) survivre durant cinq ans en devenant une gazelle. L'échantillon d'analyse se limite aux seules entreprises créées entre 2003 et 2009, période

(1) En conditionnant l'évolution future d'une entreprise à un ensemble de caractéristiques au moment de sa création, on évite les effets de retour de la croissance de l'entreprise sur ces caractéristiques.

durant laquelle l'information est disponible pour la plupart des déterminants, hormis le niveau de qualification.

Il ressort de l'analyse que, mis à part le nombre de fournisseurs dont le coefficient n'est pas significatif, les différents facteurs analysés accroissent tous la probabilité de survie d'une jeune entreprise et son niveau potentiel de performance au cours de ses cinq premières années d'activité. Ainsi, il appert que l'intégration accrue au sein du réseau de production domestique, la participation au commerce international (en tant que jeunes entreprises importatrices, exportatrices ou à la fois importatrices et exportatrices) ainsi que les investissements en actifs tangibles et intangibles sont des facteurs qui se renforcent mutuellement plutôt qu'ils ne captent une dimension commune. Bien que la croissance des entreprises dépende de nombreux facteurs idiosyncratiques, les leviers de développement mis en évidence dans cet article semblent donc jouer un rôle positif dans la création d'un écosystème favorisant significativement la réalisation d'une forte croissance.

5. Conclusion

Les gazelles autonomes représentent une très faible part des jeunes entreprises (environ 3%). Ce pourcentage se révèle assez stable au fil du temps. Les gazelles sont actives dans des branches d'activité très diverses et sont majoritairement concentrées à Bruxelles et en Flandre. À cet égard, il existe un certain clustering des jeunes entreprises à forte croissance autour du port d'Anvers ainsi que de l'aéroport de Bruxelles-National.

Dans l'ensemble, les jeunes entreprises à forte croissance recourent moins à leurs capitaux propres, exprimés en pourcentage de l'ensemble du passif, que les entreprises pérennes. Leur marge de vente nette est sensiblement plus réduite, mais la rentabilité nette de leurs fonds propres après impôts est nettement supérieure. Leur liquidité au sens strict est plus limitée. Ces résultats sont partiellement liés aux caractéristiques de croissance propres à ces entreprises; il serait dès lors prématuré d'en tirer des conclusions à propos, notamment, de leur capitalisation et de leur situation financière.

Le taux de survie des jeunes entreprises à forte croissance est plus élevé après cinq ans. Traverser un épisode de forte croissance entre la première et la cinquième année d'activité augmente la probabilité d'en vivre un second entre la sixième et la dixième.

Il n'existe pas de recette universelle conduisant à une forte croissance. Celle-ci dépend de nombreux facteurs

idiosyncratiques. Sous certaines conditions, certains facteurs sont cependant susceptibles de contribuer positivement au déploiement des jeunes entreprises, bien que l'analyse ne permette pas de tirer des conclusions quant à la causalité. Une analyse multivariée indique d'ailleurs que les différents facteurs examinés sont tous positivement et significativement corrélés à la probabilité qu'une entreprise nouvellement créée enregistre une forte croissance au cours de ses cinq premières années d'existence. Il semble donc qu'ils se renforcent mutuellement.

Tout d'abord, il apparaît que la gazelle médiane compte souvent un plus grand nombre de clients professionnels et de fournisseurs au niveau belge, et ce dès le début de ses activités, et que ce nombre s'accroît à mesure qu'elle se développe. Elle est donc mieux intégrée au sein du réseau de production domestique. Un nombre élevé de fournisseurs est également le signe d'une diversification accrue des inputs et, par extension, d'une plus grande spécialisation des produits. Par rapport aux autres catégories d'entreprises, on constate que les échanges des gazelles avec le reste du monde sont plus importants. Elles sont relativement plus nombreuses à exporter et à importer. Elles sont aussi plus diversifiées, en termes de nombre de destinations/d'origines et de produits échangés. Le développement de marges extensives peut donc éventuellement être une source de croissance. Au-delà de leur orientation internationale marquée, qui s'intensifie au fil du temps, les gazelles étoffent donc davantage leur réseau de production et semblent plus recourir à la sous-traitance. Ces différents éléments peuvent rendre la gazelle médiane moins dépendante vis-à-vis d'un client ou d'un fournisseur, ce qui diversifie les risques auxquels elle peut être exposée. Ensuite, dès le début de leurs activités, un cinquième des gazelles occupent du personnel hautement qualifié. Ce pourcentage est plus élevé que pour les autres catégories d'entreprises, et il augmente encore au cours des premières années d'activité. Enfin, la gazelle médiane investit plus en actifs tangibles et intangibles, et les montants investis grimpent fortement au cours des premières années d'activité.

L'analyse permet également de formuler quelques recommandations politiques. Il est essentiel de stimuler tous les leviers qui favorisent la croissance. Cet argument est étayé par des comparaisons internationales qui montrent que les gazelles jouent un rôle majeur en termes de création d'emplois.

À cet égard, il importe de stimuler la création d'entreprise, la culture entrepreneuriale et les comportements innovants, afin de permettre aux idées à haut potentiel de croissance de se développer. Plus globalement, cette démarche doit encourager la prise de risques et réduire la

peur de l'échec ainsi que sa stigmatisation. L'accent doit être mis sur les politiques de formation des jeunes, et des jeunes entrepreneurs en particulier, en vue de leur donner les outils et les attitudes indispensables à la bonne mise en place de leurs projets.

Il convient d'inciter les jeunes entreprises à s'internationaliser et de mettre en place des mesures stimulant les investissements intangibles ainsi que l'accès au capital à risque. L'extension récente du « tax shelter » pour start-up aux PME en croissance permet à cet égard d'élargir leur accès au financement. Par ailleurs, un cadre réglementaire

efficace et adapté aux nouveaux besoins des entreprises est également essentiel à cet égard.

Au vu du vaste éventail de déterminants de la croissance des jeunes entreprises, il y a lieu de bien équilibrer les mesures de soutien et de s'assurer qu'elles soient complémentaires. Dans ce cas, ces éléments pourront contribuer à une allocation efficace des ressources qui, au-delà de l'accroissement de la productivité qu'elle engendre, est également une condition nécessaire à une reprise durable, à une croissance inclusive et à la prospérité de l'économie belge dans son ensemble.

Annexe 1

Définitions utilisées pour mesurer une croissance forte et application concrète

Eurostat et l'OCDE définissent les jeunes entreprises à forte croissance comme suit : « All enterprises up to five years old with average annualized growth greater than 20 % per annum over a three years period, and with 10 or more employees at the beginning of the observations period » (OECD, 2007). Cette croissance peut concerner l'emploi ou le chiffre d'affaires. Eurostat et l'OCDE considèrent comme des gazelles les jeunes entreprises à forte croissance qui comptent au moins dix travailleurs au début de la période d'observation et qui, durant leurs cinq premières années d'existence, enregistrent, sur une période de trois ans, une progression annualisée de l'emploi et/ou du chiffre d'affaires de plus de 20 %.

Cette définition d'Eurostat/de l'OCDE se heurte néanmoins à une série de limitations. C'est pourquoi il a été jugé utile d'adapter et de compléter cette définition aux fins de l'analyse des données belges.

Une première restriction est liée au fait que, selon l'approche d'Eurostat/de l'OCDE, la taille au départ n'est évaluée que par l'emploi (au moins dix travailleurs au début de la période d'observation), même s'il s'avère que les entreprises réalisent leur croissance sous la forme d'une vive hausse des ventes. Des entreprises qui affichent une croissance vigoureuse de leur chiffre d'affaires sans recourir intensément à de la main-d'œuvre au début de leurs activités ne peuvent dès lors jamais être considérées comme étant à forte croissance. Il serait dès lors plus cohérent de ne prendre en compte un emploi initial minimal que si la forte croissance est réalisée de cette manière, et, par analogie, d'utiliser une condition de chiffre d'affaires initial minimal si la croissance porte sur celui-ci.

La détermination d'un tel chiffre d'affaires initial minimal est néanmoins une question délicate. Si ce seuil minimum est fixé à un niveau trop faible, la croissance exigée (de 20 % par an) équivaudra à une croissance absolue modeste du chiffre d'affaires, si bien que de (trop) nombreuses jeunes entreprises seront qualifiées comme étant à forte croissance. Mais s'il est fixé à un niveau trop élevé, seul un nombre très réduit de jeunes entreprises pourront réaliser la croissance exigée (très importante en montants absolus) du chiffre d'affaires, de sorte qu'une série d'entreprises à forte croissance ne seront pas identifiées comme telles. Afin d'objectiver ce choix, nous avons examiné la distribution, d'une part, de l'emploi initial et, d'autre part, du chiffre d'affaires des jeunes entreprises au début de leur activité en Belgique au cours de la période comprise entre 1995 et 2009. Le seuil minimum de dix travailleurs retenu par Eurostat/l'OCDE s'avère correspondre approximativement au 95^e percentile. C'est pourquoi le niveau retenu de chiffre d'affaires initial concorde à ce même percentile dans notre définition, soit, en montant arrondi, environ 2 millions d'euros.

Une deuxième limitation de l'approche internationale concerne plus particulièrement la fixation de seuils. La Belgique est en effet un pays de petites entreprises. La définition d'Eurostat/de l'OCDE implique que 95 % des nouvelles entreprises ne pourront de toute façon jamais, même en cas de croissance très vigoureuse, être qualifiées comme à forte croissance, étant donné qu'elles occupent, au début de leur activité, moins de dix personnes. De manière analogue, après l'adaptation précitée, 95 % des nouvelles entreprises ne seront pas prises en compte si seules les entreprises qui réalisent directement au moins 2 millions d'euros de chiffre d'affaires peuvent être prises en considération. En appliquant de manière stricte de tels seuils, des entreprises au départ (plus) petites, qui affichent par la suite une croissance vive et rapide (au niveau de l'emploi ou du chiffre d'affaires), seraient donc exclues de l'analyse.

L'objectif a dès lors été d'ajouter des critères permettant de pouvoir également identifier comme étant à forte croissance des entreprises qui, au début de leur activité, occupent moins de dix travailleurs ou réalisent moins de 2 millions d'euros de chiffre d'affaires. Dans ces cas de figure, il vaut mieux ne pas utiliser de critères basés sur des variations en pourcentage, de tels taux de croissance s'avérant mathématiquement plus élevés⁽¹⁾. C'est pourquoi nous avons recouru à des critères qui prennent en compte la variation absolue de l'effectif du personnel ou du chiffre d'affaires. Cette variation doit être supérieure ou égale à la variation absolue implicitement exigée pour une entreprise qui atteint les valeurs pivots d'emploi ou de chiffre d'affaires. Pour une entreprise occupant au départ dix travailleurs, une croissance de 20 % durant trois ans implique que l'emploi y atteigne, en arrondissant, 17 personnes et, pour une entreprise réalisant initialement 2 millions d'euros de chiffre d'affaires, que celui-ci grimpe à (approximativement) 3,4 millions. C'est pourquoi notre panel

(1) Ainsi, le passage d'un à deux travailleurs implique une hausse de 100 %, alors qu'une telle entreprise n'est pas intuitivement considérée comme étant à forte croissance.

de jeunes entreprises à forte croissance a été étendu à celles qui comptent au départ moins de dix personnes, mais où l'emploi grimpe d'au moins sept travailleurs sur une période de trois ans. Les jeunes entreprises réalisant initialement moins de 2 millions d'euros de chiffre d'affaires seront également qualifiées comme des gazelles si, sur une période de trois ans, elles enregistrent une hausse globale de leur chiffre d'affaires de 1,4 million d'euros.

Les jeunes entreprises affichant une croissance un peu plus faible (« croissance modérée »), de même que les autres jeunes entreprises, servent de groupe de référence pour les entreprises à forte croissance. Un ensemble d'entreprises pérennes joue également le rôle de groupe de référence; il s'agit de toutes les entreprises (quelle que soit leur croissance) qui ont au moins dix ans de plus que les jeunes entreprises. Cette « différence d'âge » de dix ans vise à éviter que de jeunes entreprises ne soient, au terme de leur cinquième année d'existence, directement considérées comme des entreprises pérennes, et donc qu'elles ne soient d'office intégrées dans la comparaison avec les entreprises à peine moins âgées.

Schématiquement, les critères retenus dans cet article peuvent être résumés comme suit :

VENTILATION DES JEUNES ENTREPRISES SELON LEUR CROISSANCE: CRITÈRES UTILISÉS

	Forte croissance (gazelles)	Croissance modérée	Autres
Emploi (E)			
si			
$E_t \geq 10$ travailleurs	$\sqrt[3]{\frac{E_{t+3}}{E_t}} - 1 \geq 20\%$	$10\% \leq \sqrt[3]{\frac{E_{t+3}}{E_t}} - 1 < 20\%$	$\sqrt[3]{\frac{E_{t+3}}{E_t}} - 1 < 10\%$
$E_t < 10$ travailleurs	$E_{t+3} - E_t \geq 7$	$3 \leq E_{t+3} - E_t < 7$	$E_{t+3} - E_t < 3$
Chiffre d'affaires (T)			
si			
$T_t \geq 2\,000\,000$ euros	$\sqrt[3]{\frac{T_{t+3}}{T_t}} - 1 \geq 20\%$	$10\% \leq \sqrt[3]{\frac{T_{t+3}}{T_t}} - 1 < 20\%$	$\sqrt[3]{\frac{T_{t+3}}{T_t}} - 1 < 10\%$
$T_t < 2\,000\,000$ euros	$T_{t+3} - T_t \geq 1\,400\,000$ euros	$600\,000 \text{ euros} \leq T_{t+3} - T_t < 1\,400\,000 \text{ euros}$	$T_{t+3} - T_t < 600\,000 \text{ euros}$

Source : BNB.

Note : où t = les première et deuxième années disponibles.

Eu égard à la définition retenue, seules les entreprises qui sont encore en activité cinq ans après leur création peuvent entrer en ligne de compte. Aux fins d'isoler les particularités propres aux entreprises à forte croissance et, éventuellement, de formuler des recommandations politiques, il est également pertinent de ne pas inclure dans l'analyse les entreprises qui ont déjà disparu pendant la période de cinq ans.

C'est pourquoi toutes les entreprises qui existent depuis au moins cinq ans sont prises en considération; le critère de croissance retenu porte toutefois sur des sous-périodes de trois ans. Dès lors, une entreprise peut être considérée comme à forte croissance si, durant une des deux sous-périodes de trois ans (ou durant les deux sous-périodes), elle enregistre une croissance suffisante de l'emploi ou du chiffre d'affaires. Si t_0 représente l'année de création⁽¹⁾, il s'agit ainsi de la croissance durant les périodes $t_1 - t_4$ et $t_2 - t_5$. Ainsi, une entreprise créée en 2005 sera qualifiée de gazelle si l'emploi et/ou le chiffre d'affaires y affichent la croissance exigée durant la période comprise entre 2006 et 2009 et/ou entre 2007 et 2010. Cette croissance est définie en termes absolus ou en termes relatifs, selon que l'emploi/le chiffre d'affaires se situe, respectivement en t_1 , ou en t_2 , au-dessous ou au-dessus des seuils établis.

(1) L'année de création ne sert pas de référence, étant donné qu'il s'agit la plupart du temps – sauf si l'entreprise a été créée le 1^{er} janvier – d'une année incomplète, ce qui biaiserait la comparaison dans le temps.

La base de données comporte des données relatives à la période allant de 1996 à 2014 et concerne les entreprises belges qui déposent leurs comptes annuels à la Banque nationale de Belgique. Ces résultats sont combinés aux données en matière d'échanges internationaux provenant des Statistiques du commerce extérieur.

L'analyse se concentre sur les entreprises du secteur privé. C'est pourquoi les branches NACE O-U (services non marchands) sont exclues de la base de données. Eu égard à leurs spécificités, les entreprises des branches A-B (agriculture, sylviculture, pêche, industries extractives), D-E (production et distribution d'électricité, de gaz, d'eau, etc.) et K (activités financières) en sont également exclues.

Enfin, les entreprises qui font partie d'une multinationale ou d'un groupe belge sont, elles aussi, écartées de l'analyse. En effet, plus qu'à leurs caractéristiques propres, les performances de ces entreprises peuvent être liées au fait que les ventes et/ou l'emploi peuvent être déplacés d'une entreprise à l'autre du même groupe. De ce fait, l'analyse des spécificités de ces jeunes entreprises pourrait être largement biaisée. C'est la raison pour laquelle il a semblé plus utile de centrer l'analyse sur les jeunes entreprises « autonomes ». Une entreprise est considérée comme faisant partie d'un groupe si au moins 10 % de son capital est détenu par une autre entreprise ou si elle détient elle-même au moins 10 % du capital d'une autre entreprise.

Les données de base des comptes annuels ne couvrent pas toujours une année civile (complète). C'est pourquoi elles ont, le cas échéant, été annualisées afin d'obtenir des données concernant systématiquement la période de douze mois comprise entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre d'une année donnée, ce qui permet dès lors d'effectuer des comparaisons entre entreprises et d'une année à l'autre. En outre, lorsque la série temporelle portant sur une certaine entreprise était incomplète, les données ont également fait l'objet d'une interpolation linéaire, pour autant que la période manquante n'ait pas été supérieure à deux ans.

Annexe 2

TESTS DE SIGNIFICATIVITÉ DE DIFFÉRENCE DE MÉDIANES

(H_0 : médiane gazelle = médiane autre groupe, H_1 : médiane gazelle \neq médiane autre groupe; entreprises autonomes créées entre 1995 et 2009, au cours des cinq premières années d'activité)

Variables	Seuil de significativité du test de différence de médianes des gazelles par rapport aux	T1	T2	T3	T4	T5
Nombre de fournisseurs	jeunes entreprises à croissance modérée . .	<i>0,126</i>	<i>0,027</i>	0,000	0,000	0,000
	autres jeunes entreprises	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	entreprises pérennes	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nombre de clients professionnels	jeunes entreprises à croissance modérée . .	<i>0,000</i>	0,307	0,078	0,003	0,110
	autres jeunes entreprises	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	entreprises pérennes	0,122	0,000	0,000	0,000	0,000
Nombre de produits exportés	jeunes entreprises à croissance modérée . .	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	autres jeunes entreprises	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	entreprises pérennes	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nombre de destinations des exportations	jeunes entreprises à croissance modérée . .	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	autres jeunes entreprises	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	entreprises pérennes	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nombre de produits importés	jeunes entreprises à croissance modérée . .	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	autres jeunes entreprises	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	entreprises pérennes	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nombre de pays d'origine des importations	jeunes entreprises à croissance modérée . .	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	autres jeunes entreprises	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	entreprises pérennes	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Montants investis en actifs tangibles	jeunes entreprises à croissance modérée . .	0,006	0,000	0,000	0,000	0,000
	autres jeunes entreprises	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	entreprises pérennes	0,000	0,000	0,000	0,958	0,000
Montants investis en actifs intangibles	jeunes entreprises à croissance modérée . .	<i>0,000</i>	<i>0,052</i>	0,617	0,073	0,044
	autres jeunes entreprises	<i>0,002</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
	entreprises pérennes	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Source : BNB.

Note: Les données du tableau représentent les seuils en dessous desquels la médiane des gazelles peut être considérée comme significativement différente de la médiane de l'autre groupe d'entreprises examiné. Dans la plupart des cas, la médiane des gazelles est supérieure à celle des autres groupes; lorsque tel n'est pas le cas, les seuils sont indiqués en italique.

Bibliographie

Audretsch D. B. (2012), *Determinants of High-Growth Entrepreneurship*, Report prepared for the OECD/DBA International Workshop on « High-growth firms: local policies and local determinants », Copenhagen, 28 March.

Birch D. (1979), *The Job Generation Process*, MIT Program on Neighborhood and Regional Change, 302.

Birch D. (1981), « Who Creates Jobs ? », *The Public Interest*, 65, 3-14.

Bravo-Biosca A., C. Criscuolo et C. Menon (2013), *What Drives the Dynamics of Business Growth?*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers 1, OECD Publishing, Paris.

Calvino F., C. Criscuolo et C. Menon (2015), *Cross-country evidence on start-up dynamics*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2015/06, OECD Publishing, Paris.

Calvino F., C. Criscuolo et C. Menon (2016), *No Country for Young Firms?: Start-up Dynamics and National Policies*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers 29, OECD Publishing, Paris.

Coad A. et F. Moreno (2015), *High-Growth Firms: Stylized Facts and Conflicting Results*, SPRU Working Paper Series, SWPS 2015-05, February.

Coad A., S. Daunfeldt, W. Hözl, D. Johansson et P. Nightingale (2014), « High-growth firms: introduction to the special section », *Industrial and Corporate Change*, 23 (1), 91-112.

Coad A. et P. Nightingale (2014), « Muppets and gazelles: political and methodological biases in entrepreneurship research », *Industrial and Corporate Change*, 23 (1), 113-143.

Criscuolo C., P. Gal et C. Menon (2014), *The Dynamics of Employment Growth: New Evidence from 18 Countries*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers 14, OECD Publishing, Paris.

Daunfeldt S., D. Halvarsson et D. Johansson (2015), *A cautionary note on using the Eurostat-OECD definition of high-growth firms*, mimeo.

Daunfeldt S., N. Elert et D. Johansson (2015), *Are High-Growth Firms Overrepresented in High-Tech Industries?*, IFN Working Paper 1062.

Daunfeldt S. et D. Halvarsson (2015), « Are high-growth firms one-hit wonders? Evidence from Sweden », *Small Business Economics*, 44 (2), 361-383.

Davidsson P., L. Achtenhagen et L. Naldi (2005), « Research on Small Firm Growth: A Review », *European Institute of Small Business*.

De Mulder J. et H. Godefroid (2016), « Comment stimuler l'entrepreneuriat en Belgique ? », BNB, *Revue économique*, septembre, 69-87.

Dhyne E. et C. Duprez (2015), « La crise a-t-elle modifié l'ADN de l'économie belge ? », BNB, *Revue économique*, septembre, 31-43.

Dhyne E. et C. Duprez (2017), « Le monde est un village... L'intégration des entreprises belges au sein de l'économie mondiale », BNB, *Revue économique*, septembre, 27-39.

Dumont M. et C. Kegels (2016), *Young Firms and Industry Dynamics in Belgium*, Federal Planning Bureau, Working Paper 6-16.

Dumont M., C. Kegels, H. Spinnewyn et D. Verwerft (2017), « The role of mergers and acquisitions in employment dynamics in Belgium », in: *Business Dynamics and Productivity*, OECD Publishing, Paris, 59-82.

Foster L., J. Haltiwanger et S. Syverson (2014), *The Slow Growth of New Plants: Learning about Demand?*, NBER Working Paper 17853.

Gibrat R. (1931), *Les inégalités économiques: applications, aux inégalités des richesses, à la concentration des entreprises, aux populations des villes, aux statistiques des familles, etc., d'une loi nouvelle: la loi de l'effet proportionnel*, Paris, Librairie du Recueil Sirey.

Haltiwanger J., R. S. Jarmin et J. Miranda (2013), « Who Creates Jobs? Small Versus Large Versus Young », *The Review of Economics and Statistics*, 95 (2).

Hözl W. (2016), « High growth firms in Europe », in: *Science, Research and Innovation performance of the EU. A contribution to the Open Innovation Open Science Open to the World Agenda*.

Mignon S. (2017), « Quelles sont les caractéristiques des entreprises belges à forte croissance ? », *Carrefour de l'Économie*, 12.

Nesta (2009), *The vital 6 per cent. How high-growth innovative businesses generate prosperity and jobs*.

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

OECD (2010), *High-Growth Enterprises. What Governments Can Do to Make a Difference*, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship, OECD Publishing, Paris.

Storey D. J. (1994), *Understanding the Small Business Sector*, Routledge, London, UK.

UWE (2017), *Étude sur la situation de l'entreprise – Thème 2017: croissance des entreprises*.

Évolutions récentes de la situation financière des entreprises et des liens de participation

P. Heuse
D. Vivet

Introduction

Chaque année, dans la Revue économique de décembre, la Banque présente les évolutions qui ressortent des comptes annuels des sociétés non financières. À l'automne, la Centrale des bilans dispose en effet d'un échantillon déjà représentatif de comptes annuels relatifs à l'année précédente. Les conclusions tirées de ce dernier peuvent donc être généralisées à l'ensemble de la population.

Cette année, l'analyse a été singulièrement compliquée par la transposition en droit belge de la directive européenne 2013/34/UE relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises. Entre autres changements, les nouvelles dispositions refondent significativement les notions de grande et de petite entreprise au sens du Code des sociétés, en introduisant par ailleurs le concept de microsociété. Elles modifient en outre le contenu des comptes annuels ainsi que le traitement comptable de certaines rubriques, dont les frais de recherche et les résultats exceptionnels. Applicables aux exercices débutant à partir du 1^{er} janvier 2016, ces nouveautés créent une rupture de série inédite dans les données de la Centrale des bilans, générant divers problèmes d'interprétation et de comparabilité. À l'occasion de ces changements, la population étudiée et les procédures d'analyse ont été entièrement révisées. La première partie de cet article aborde ces différents aspects méthodologiques. La deuxième partie présente, comme chaque année, l'évolution agrégée des principaux postes du compte d'exploitation. La troisième partie propose une évaluation de la situation financière des firmes au travers,

notamment, des ratios de rentabilité et de solvabilité. La quatrième partie explore quant à elle les relations de participation entre entreprises, telles qu'elles ressortent des informations déclarées dans les comptes annuels.

1. Aspects méthodologiques

1.1 Impact de la directive européenne sur les états financiers

La loi et l'arrêté royal du 18 décembre 2015 ont traduit en droit belge la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises. La nouvelle réglementation s'applique aux exercices comptables débutant après le 31 décembre 2015. Ses principales implications sont commentées ci-dessous.

De nouveaux critères de taille et de nouveaux schémas de comptes annuels ont été instaurés. Désormais, une entreprise est considérée comme petite – et peut dès lors utiliser un schéma abrégé – si, à la date de clôture du dernier exercice, elle ne dépasse pas plus d'une des limites suivantes :
– moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés : 50 ETP⁽¹⁾;

(1) Le seuil de 100 ETP, qui conduisait automatiquement au dépôt d'un schéma complet même si les critères de chiffre d'affaires et de total du bilan n'étaient pas dépassés, disparaît totalement. La notion de travailleurs occupés a par ailleurs été élargie pour tenir compte également des travailleurs de la société actifs à l'étranger.

- chiffre d'affaires (hors TVA): 9 000 000 euros (contre 7 300 000 euros auparavant);
- total du bilan: 4 500 000 euros (contre 3 650 000 euros auparavant).

La loi introduit en outre le concept de «microsociété», qui n'existait pas auparavant. Les microsociétés sont de petites entreprises – au sens des critères de taille mentionnés ci-dessus – qui ne sont liées ni à une société filiale ni à une société mère et qui ne dépassent pas plus d'une des limites suivantes:

- moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés: 10 ETP;
- chiffre d'affaires (hors TVA): 700 000 euros;
- total du bilan: 350 000 euros⁽¹⁾.

Les microsociétés peuvent déposer leurs comptes annuels au moyen d'un schéma spécifique, le modèle «micro». Ce modèle est composé d'un bilan et d'un compte de résultats identiques à ceux du modèle abrégé, mais d'une annexe plus réduite.

Comme par le passé, les entreprises qui ne satisfont pas aux critères applicables aux petites sociétés doivent remplir un schéma complet. Il convient de noter que les sociétés qui sont cotées en bourse doivent utiliser le modèle complet, quelle que soit leur taille.

Par ailleurs, alors que les critères de taille devaient auparavant être calculés sur une base consolidée en cas d'appartenance à un groupe, la nouvelle législation spécifie qu'ils s'appliquent désormais sur une base individuelle, excepté pour les sociétés mères et les sociétés constituant un consortium (dont la taille doit toujours être mesurée en termes consolidés).

(1) Pour le détail des modalités d'application de ces critères, cf. l'avis CNC 2016/3 de la Commission des normes comptables du 13 avril 2016 («Application des critères de taille visés aux articles 15 et 15/1 du Code des sociétés»).

(2) Quant aux sociétés n'ayant pas déposé de comptes pour 2015 mais en ayant déposé pour 2016, il s'agit très largement d'entreprises nouvellement créées.

L'apparition des microsociétés et la modification des critères de taille impliquent une rupture de série dans les données et, corollairement, des problèmes d'interprétation et de comparabilité. En particulier, les concepts de grande et de petite entreprise au sens du Code des sociétés se voient significativement refondus. Outre l'adaptation des seuils, leur application au niveau de chaque entité juridique, et non plus au niveau consolidé, modifie sensiblement la portée de l'analyse financière en fonction de la taille. Les mécanismes financiers à l'œuvre au sein de groupes d'entreprises ont en effet des répercussions notables sur la position comptable des sociétés; ces mécanismes impactent, entre autres, les fonds propres, les créances et les dettes intragroupes, la structure et la stabilité du compte de résultats ainsi que la trésorerie (notamment au travers des activités de cash pooling).

Le tableau 1 présente l'évolution des schémas déposés par les sociétés après la mise en service des nouveaux modèles à la Centrale des bilans, au début d'avril 2017. On peut constater que 83 % des sociétés qui avaient déposé un schéma complet pour 2015 ont également déposé un schéma complet pour 2016. Cette proportion est susceptible de changer à l'avenir, dans la mesure où il est probable que les entreprises ne se sont pas encore toutes adaptées à la nouvelle réglementation. La population des schémas abrégés a quant à elle été nettement plus affectée, plus de la moitié de ceux-ci étant devenus des schémas micro en 2016⁽²⁾. Il faut rappeler que, dans la pratique, et comme c'était déjà le cas auparavant, il est généralement impossible de vérifier si les entreprises respectent les critères de taille, et ce en raison de la complexité des paramètres à considérer et de l'indisponibilité de certaines données-clés telles que le chiffre d'affaires, qui n'est pas renseigné dans la vaste majorité des schémas abrégés et micro.

Enfin, la nouvelle législation modifie la présentation et/ou la comptabilisation de plusieurs rubriques. Parmi les

TABLEAU 1 ÉVOLUTION DU TYPE DE SCHÉMA DÉPOSÉ PAR LES ENTREPRISES

(sociétés ayant déposé leurs comptes 2016 après le 15 avril 2017)

	Schéma déposé pour l'exercice 2016		
	Schéma complet	Schéma abrégé	Schéma micro
Schéma déposé pour l'exercice 2015			
Schéma complet	15 150	2 923	94
Schéma abrégé	552	117 220	123 036
Pas de dépôt	328	10 713	3 823

Source : BNB.

changements les plus notables, le compte de résultats ne comporte plus de section relative au résultat exceptionnel : les éléments exceptionnels doivent désormais être ventilés à l'intérieur du résultat d'exploitation et du résultat financier, en tant que produits et charges non récurrents. La nouvelle loi réserve par ailleurs un traitement différencié aux frais de recherche et aux frais de développement : les premiers doivent être amortis dans l'année, tandis que les seconds restent activables. L'impact de ce dernier changement est mesuré à la section 2.3.

1.2 Population étudiée

À l'occasion de la rupture de série évoquée ci-dessus, la population étudiée et les procédures d'analyse ont été entièrement révisées. Schématiquement, la population étudiée correspond désormais aux sociétés du secteur non financier (S11) tel que défini par l'Institut des comptes nationaux.

Cet ensemble est toutefois expurgé de certaines catégories d'entreprises. La principale exclusion concerne les sociétés publiques. Les principes d'analyse financière habituellement appliqués aux sociétés privées ne leur sont en effet pas directement transposables dans la grande majorité des cas : à quelques exceptions près, ces sociétés ne sont pas actives sur des marchés concurrentiels classiques et se distinguent par une série de spécificités relatives, entre autres, à la régulation, à la fixation des prix, au mode de financement (subsidiation) ou encore à l'objet social. Il s'agit principalement des sociétés publiques en situation de monopole (naturel), parmi lesquelles les sociétés de transports en commun, les sociétés de distribution sur un réseau (électricité, gaz, eau, etc.) et les sociétés de gestion d'infrastructures publiques (aéroports, ports, etc.) ; il s'agit également des sociétés publiques à caractère social ou visant l'intérêt général, telles que les sociétés de logement social, les maisons de repos et d'accueil, les sociétés de développement économique, les sociétés de gestion de l'environnement, etc. La quasi-totalité de ces sociétés (qui sont au nombre de plusieurs centaines) ont ainsi été exclues de l'analyse, sur la base de la liste des unités publiques établie par l'Institut des comptes nationaux. Seules les entreprises publiques actives sur des marchés suffisamment concurrentiels ont été maintenues dans la population, comme les sociétés du groupe Proximus.

La population a encore été filtrée afin d'éliminer un maximum de sociétés à vocation de holding ou de centre de trésorerie ; ces sociétés ont été identifiées sur la base de la part que représentent les immobilisations financières et les créances intragroupes dans leur bilan. Enfin, certaines sociétés à forme juridique particulière ont été exclues, de même que les entreprises en dissolution judiciaire.

La population ainsi définie contient un peu moins de 333 000 comptes annuels pour l'exercice 2015, soit le dernier exercice comptable complet.

1.3 Échantillon constant

Comme chaque année, les comptes annuels relatifs au dernier exercice étudié, en l'occurrence 2016, n'étaient pas encore tous disponibles au moment de l'analyse. Cette situation tient au fait qu'un nombre non négligeable de comptes sont déposés tardivement ou ne satisfont pas aux contrôles arithmétiques et logiques de la Centrale des bilans. C'est pourquoi les données se rapportant à 2016 sont estimées sur la base d'un échantillon constant. Celui-ci se compose des entreprises ayant déposé des comptes annuels couvrant un exercice comptable de douze mois, et ce tant pour l'exercice 2015 que pour l'exercice 2016. La méthode consiste à extrapoler les résultats de 2016 en fonction des évolutions observées au sein de l'échantillon, lesquelles sont présumées représentatives des changements ayant affecté l'ensemble de la population. Comme cela a été vérifié dans les précédentes éditions de cet article, il s'agit d'une hypothèse largement avérée : les extrapolations donnent, dans la majorité des cas, une bonne indication de la direction et de l'ampleur des mouvements réels.

L'échantillon de cette année a été tiré le 11 septembre 2016. Il compte 256 502 comptes annuels, soit 75,2 % du nombre total de comptes déposés pour l'exercice comptable 2015. Le taux de représentativité mesuré en termes de valeur ajoutée atteint quant à lui 82,3 %. Si la représentativité est similaire à celle des échantillons précédents en termes de nombre d'entreprises, elle est légèrement inférieure en termes de valeur ajoutée. Ceci s'explique par une augmentation du nombre de comptes annuels ne satisfaisant pas aux contrôles de la Centrale des bilans (en raison, notamment, de problèmes d'interprétation de la nouvelle législation) ou déposés sous un format PDF (ce qui implique un encodage manuel à la Centrale des bilans et allonge les délais de traitement).

2. Évolutions agrégées du compte d'exploitation

2.1 Contexte conjoncturel en 2016

Dans la continuité des deux années précédentes, la croissance économique est restée modérée en 2016 : sur l'ensemble de l'année, le PIB en volume a affiché une progression de 1,5 % (contre 1,4 % tant en 2015 qu'en 2014).

La croissance économique s'est donc révélée être fermement ancrée, en dépit du contrecoup des attaques terroristes qui ont affecté le secteur du tourisme et de l'horeca. La confiance des chefs d'entreprise est clairement demeurée orientée à la hausse tout au long de l'année. Le Rapport annuel 2016 de la Banque, de même que les projections économiques publiées dans un autre article de la présente Revue économique, donnent un aperçu détaillé du climat conjoncturel qui règne en Belgique.

Dans ce contexte, la décreue du nombre de faillites enregistrée en 2014 (-8,6%) et en 2015 (-9,1%) s'est poursuivie sur l'ensemble de 2016, fût-ce à un rythme moins soutenu (-6,1%)⁽¹⁾. Au terme de ces trois années consécutives de recul, le nombre de faillites s'est établi en 2016 à son plus bas niveau depuis 2009. Il faut cependant noter que la variation annuelle observée en 2016 masque un retournement en cours d'année: le nombre de faillites est en effet reparti à la hausse dès le troisième trimestre de 2016. Ce regain de vulnérabilité est très largement attribuable aux entreprises bruxelloises, et plus particulièrement à celles actives dans l'horeca, la construction, les services aux entreprises, le commerce et le transport. Les attentats de mars 2016 ainsi que divers problèmes urbanistiques sont fréquemment invoqués pour expliquer ce regain de vulnérabilité dans la capitale. Par contraste, la progression des faillites est restée très limitée en Région flamande et en Région wallonne.

Il faut par ailleurs rappeler que différents facteurs sont susceptibles de brouiller les statistiques de faillites, telles qu'elles ressortent des données déclarées par les tribunaux de commerce auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises. Ainsi, les conditions d'application de la loi sur la continuité des entreprises ont été durcies en 2013 et en 2015, ce qui s'est traduit par une diminution importante du nombre de sursis de paiement octroyés par les tribunaux de commerce et, selon toute vraisemblance, par des faillites d'entreprises qui auraient précédemment pu bénéficier d'un sursis. De même, des aspects organisationnels internes aux tribunaux de commerce peuvent induire des phénomènes d'engorgement puis de rattrapage dans le traitement des données transmises à la Banque-Carrefour des Entreprises.

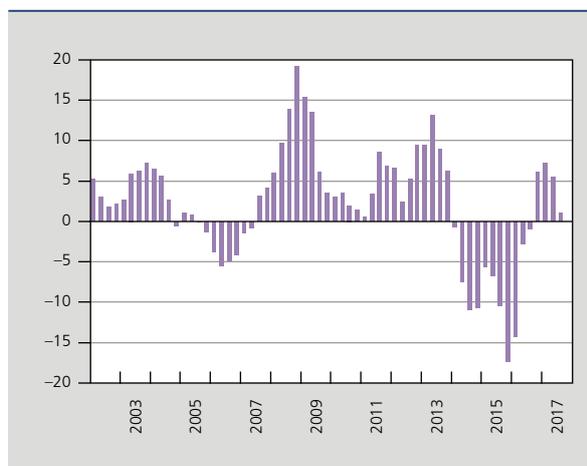
2.2 Évolutions agrégées du compte d'exploitation

Dans le contexte conjoncturel décrit ci-dessus, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières,

(1) Il faut rappeler que la croissance trimestrielle des faillites et celle du PIB sont corrélées négativement, avec un coefficient de -0,47 sur la période 2001-2017. L'introduction d'un décalage d'un ou deux trimestres entre les deux grandeurs se traduit par une corrélation moins marquée (-0,35 avec un décalage de un trimestre, -0,21 avec un décalage de deux trimestres).

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FAILLITES D'ENTREPRISES EN BELGIQUE⁽¹⁾

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



Sources: SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, calculs propres.
(1) Données lissées par une moyenne mobile centrée sur trois trimestres.

c'est-à-dire la différence entre le produit des ventes et le coût des biens et des services fournis par des tiers, s'est accrue de 4,8% à prix courants en 2016 (cf. tableau 2). Il faut toutefois souligner que les évolutions agrégées du compte de résultats sont de plus en plus brouillées par des opérations ponctuelles dans un nombre limité d'entreprises appartenant, le plus souvent, à des groupes multinationaux. Il peut notamment s'agir de la réorganisation des transactions commerciales ou du mode de facturation vis-à-vis des sociétés du même groupe installées à l'étranger. Si de telles opérations n'ont généralement pas d'impact sur la réalité économique de l'activité, elles peuvent se concrétiser par des variations considérables dans le compte d'exploitation des sociétés belges concernées. Cela a été le cas en 2016, année durant laquelle d'importantes opérations de ce type ont affecté les résultats de l'industrie pharmaceutique. Si on exclut cette branche de l'analyse, la valeur ajoutée totale a progressé de 3,3% en 2016, soit un rythme similaire à celui enregistré en 2015.

La valeur ajoutée générée par une entreprise lui permet de couvrir ses charges d'exploitation et, pour l'excédent, de dégager un résultat d'exploitation. Au niveau de l'ensemble des entreprises, les frais de personnel, qui représentent la majeure partie des charges d'exploitation, ont augmenté de 2,5% en 2016. Cette progression est surtout attribuable à l'évolution de l'emploi, dont le volume s'est accru de 1,8% en équivalents temps plein, soit la hausse de loin la plus marquée des cinq dernières années. Après avoir déjà quasiment stagné en 2015,

TABLEAU 2 ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS DU COMPTE D'EXPLOITATION

(à prix courants)

	Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente						Millions d'euros	Pourcentages de la valeur ajoutée	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e			2016 e
Valeur ajoutée	4,3	0,9	1,5	1,8	3,2	4,8	178 648	100,0	
Frais de personnel	(-)	5,2	2,8	1,8	1,1	1,1	2,5	97 810	54,7
Autres charges d'exploitation décaissées ⁽¹⁾ ... (-)	7,4	2,3	0,5	-0,2	4,3	6,7	9 593	5,4	
Résultat brut d'exploitation	2,6	-2,2	1,3	3,1	6,3	8,0	71 246	39,9	
Amortissements et réductions de valeur ⁽²⁾ ... (-)	5,5	3,5	2,4	2,4	0,1	13,0	35 084	19,6	
Autres charges d'exploitation non décaissées ⁽³⁾	(-)	-14,1	12,0	4,4	-35,3	26,0	1 138	0,6	
Résultat net d'exploitation	0,8	-7,9	0,0	5,4	12,3	3,1	35 024	19,6	

Source : BNB.

(1) Principalement les impôts et taxes relatifs à l'exploitation.

(2) Sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement (rubrique 630).

(3) Soit les réductions de valeur sur stocks, sur commandes en cours et sur créances commerciales, ainsi que les provisions pour risques et charges.

les coûts salariaux horaires dans le secteur privé se sont pour leur part repliés en 2016, en raison des nouvelles réductions des cotisations patronales entrées en vigueur le 1^{er} janvier et le 1^{er} avril, des effets différés du saut d'index sur certains mécanismes d'indexation sectoriels et de la hausse limitée des augmentations salariales conventionnelles.

Après prise en compte des charges d'exploitation décaissées résiduelles⁽¹⁾, la progression du résultat brut d'exploitation s'est établie à 8,0 % en 2016, ce qui constitue un nouveau raffermisssement par rapport aux années précédentes. Hors industrie pharmaceutique, la hausse a été de 4,2 %. Dans l'ensemble, ce nouvel accroissement du résultat brut d'exploitation traduit une combinaison entre une hausse de l'activité et une modération des coûts, notamment des salaires et des matières premières. Si les cours de ces dernières se sont quelque peu renchérissés dans le courant de 2016, ils restent toujours largement inférieurs à la moyenne des années précédentes, durant lesquelles ils avaient fortement chuté.

Après les frais de personnel, les charges d'exploitation les plus importantes sont les amortissements et les réductions de valeur sur immobilisations corporelles, immobilisations

incorporelles et frais d'établissement. Alors que le rythme de croissance de ces derniers n'a cessé de diminuer depuis 2011, jusqu'à devenir quasiment nul en 2015, il a bondi à 13 % en 2016. Cette évolution, qui pèse considérablement sur le résultat net d'exploitation, n'est toutefois guère significative car elle reflète en grande partie les modifications survenues dans le mode de comptabilisation des frais de recherche, discutées ci-dessous.

2.3 Comptabilisation des frais de recherche et incidence sur le résultat

Jusqu'en 2016, sous certaines conditions, le droit belge autorisait les entreprises à porter à leur actif au titre d'immobilisations incorporelles les frais de recherche et de développement (R&D) engagés au cours d'un exercice, pour ensuite les amortir progressivement. La directive 2013/34/UE, dont l'objectif est notamment d'harmoniser la structure et le contenu des comptes annuels au niveau européen, n'autorise désormais plus l'activation que des seuls frais de développement.

Selon la Commission des normes comptables⁽²⁾, la phase de recherche correspond à « tout travail original systématiquement conduit dans l'espoir d'acquies une compréhension et des connaissances scientifiques ou techniques nouvelles », tandis que la phase de développement concerne la « mise en œuvre concrète de conceptions ou d'études pour la production de matériaux, d'appareils, de produits,

(1) Principalement les impôts et taxes relatifs à l'exploitation.

(2) Cf. l'avis CNC 2012/13 de la Commission des normes comptables du 10 octobre 2012 (« Le traitement comptable des immobilisations incorporelles »).

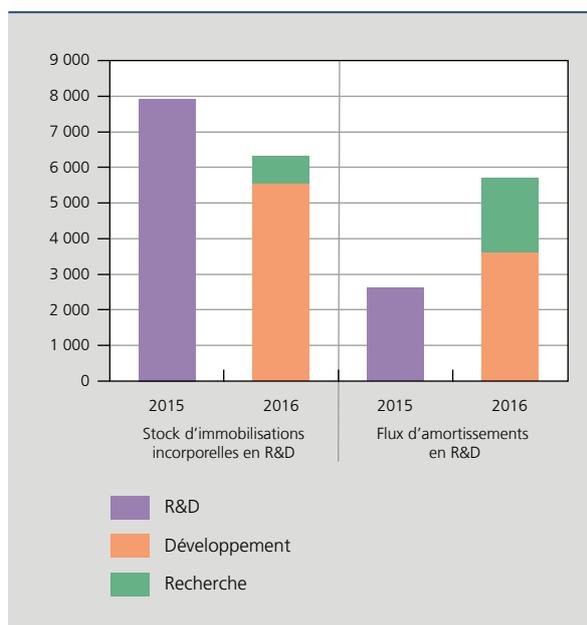
de procédés, de systèmes ou de services nouveaux ou considérablement améliorés, en application de découvertes réalisées ou de connaissances acquises, avant le commencement d'une production commercialisable». La phase de développement présente dès lors un caractère certain et concret, qui fait défaut dans la phase de recherche.

En Belgique, certaines dispositions fiscales⁽¹⁾ visent à promouvoir la R&D dans les sociétés. Le bénéfice de ces régimes est lié à l'existence d'immobilisations dans les états comptables des firmes concernées, et donc à l'activation de ces dépenses de R&D. Les dépenses de recherche ne pouvant dorénavant plus être activées, la transposition en droit belge de la directive européenne s'est accompagnée d'un traitement comptable particulier de ces frais. Toute dépense engagée au titre de recherche au cours d'un exercice débutant après le 31 décembre 2015 et comptabilisée comme immobilisation incorporelle doit faire l'objet d'un amortissement immédiat et intégral; le montant de l'investissement et celui – identique – de l'amortissement apparaissent tous deux dans l'annexe ad hoc. En fin d'exercice, la valeur comptable nette de l'immobilisation en question étant nulle, elle n'est pas reprise dans le bilan. À noter que les frais de recherche engagés au cours des exercices précédents bénéficient d'un régime transitoire: ils peuvent continuer de figurer à l'actif et restent soumis au régime d'amortissement en vigueur précédemment. Les frais de développement, quant à eux, restent activables et amortissables sur la durée de vie de l'immobilisation constituée. La période maximale sur laquelle ces actifs peuvent être amortis passe à dix ans, contre cinq ans auparavant.

Pour tenir compte de cette modification, le tableau de l'annexe relatif aux frais de recherche et de développement intégré au schéma complet⁽²⁾ a été scindé pour les exercices qui débutent après le 31 décembre 2015, de façon à faire apparaître séparément les frais de développement et les frais de recherche ainsi que les amortissements et réductions de valeur qui affectent leur valeur comptable.

L'analyse des données disponibles pour les entreprises qui ont déposé un schéma complet à la fois pour 2015 et pour 2016 montre que le montant total des frais de R&D portés à l'actif a diminué de 20 % entre 2015 et 2016, alors que, dans le même temps, le montant des amortissements a fortement augmenté, passant du simple au double (cf. graphique 2). En 2016, les frais de recherche

GRAPHIQUE 2 IMPACT DU CHANGEMENT DANS LE MODE D'AMORTISSEMENT DES FRAIS DE RECHERCHE
(millions d'euros, grandes entreprises⁽¹⁾)



Source : BNB.

(1) Entreprises qui ont déposé un schéma complet à la fois pour 2015 et pour 2016.

renseignés à l'actif représentaient encore 12 % du total des frais de R&D; il s'agissait de la valeur résiduelle des frais de recherche activés précédemment et non encore totalement amortis. Les amortissements relatifs à des dépenses de recherche équivalaient quant à eux à 37 % du total. Il faut souligner la forte concentration de ces dépenses: en 2016, moins d'une quarantaine de firmes ont mentionné avoir supporté des frais de recherche, et plus des deux tiers des dépenses encourues en la matière ont été le fait d'une seule firme de l'industrie pharmaceutique.

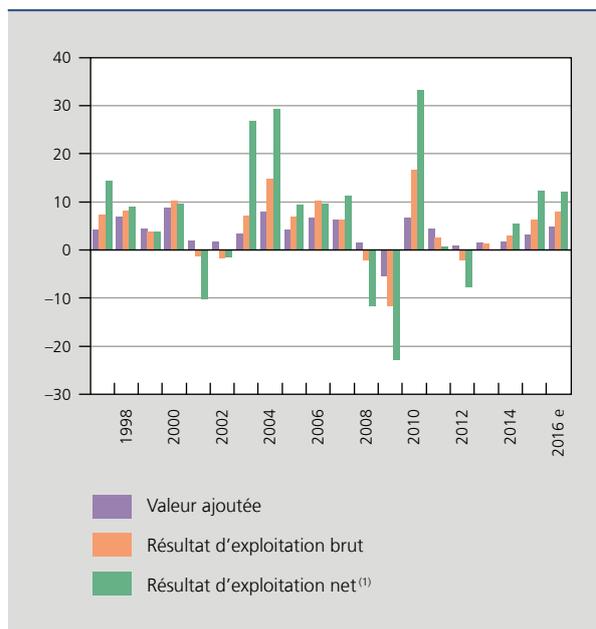
Les nouveaux tableaux de l'annexe n'ont toutefois pas été utilisés de manière uniforme par les entreprises. On constate ainsi que certaines sociétés n'ont pas rempli les rubriques concernées, alors qu'elles font pourtant explicitement référence à l'impact des nouvelles règles dans leur rapport de gestion. Il est donc périlleux d'estimer l'incidence précise de ces dernières. Toutefois, si on neutralise la variation des amortissements en R&D entre 2015 et 2016, le taux de croissance du résultat net d'exploitation de l'ensemble des sociétés aurait été de 12,2 %, contre à peine 3,1 % sans correction.

À titre indicatif, le graphique 3 présente l'évolution de long terme des principaux agrégats du compte d'exploitation, soit la valeur ajoutée et les résultats d'exploitation

(1) Il s'agit concrètement de la déduction pour investissement pour la recherche et le développement respectueux de l'environnement et du crédit d'impôt pour la recherche et le développement.

(2) L'annexe des schémas abrégés et des schémas micro ne fournit pas de ventilation des immobilisations incorporelles selon leur nature. Les frais de (recherche et de) développement ne peuvent par conséquent pas être isolés dans ces schémas.

GRAPHIQUE 3 ÉVOLUTION DE LONG TERME DES PRINCIPAUX AGRÉGATS DU COMPTE D'EXPLOITATION
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Source : BNB.

(1) Évolution à amortissements en R&D constants dans les grandes entreprises entre 2015 et 2016.

brut et net (ce dernier corrigé pour les amortissements de frais de R&D en 2016). On y observe notamment l'influence de la conjoncture sur les performances des entreprises, comme l'environnement peu porteur du début des années 2000, la récession de 2008-2009 et les reprises subséquentes.

3. Évolution de la situation financière des sociétés

L'analyse financière qui suit s'appuie sur la théorie d'interprétation des comptes annuels, à laquelle plusieurs des ratios sont empruntés. La définition de ces derniers est détaillée à l'annexe 1. Les ratios sont principalement présentés sous la forme de globalisations et de médianes. La globalisation d'un ratio divise la somme des numérateurs de toutes les sociétés par la somme de leurs dénominateurs. La médiane, quant à elle, est la valeur centrale d'une distribution ordonnée : pour un ratio donné, 50 % des sociétés ont un résultat supérieur au ratio médian et 50 % un ratio inférieur à celui-ci. Les deux mesures sont complémentaires car elles répondent à des préoccupations différentes. En tenant compte du poids de chaque observation au numérateur et au dénominateur, la globalisation traduit surtout la situation des

plus grandes entreprises. La médiane reflète au contraire l'évolution de l'ensemble de la distribution car elle est influencée de manière égale par chaque entreprise, quelle que soit sa taille.

3.1 Rentabilité

Dans le cadre de cet article, la rentabilité est étudiée au moyen de quatre ratios (cf. graphique 4) : la marge sur ventes (calculée uniquement pour les grandes entreprises), la rentabilité des actifs d'exploitation, la rentabilité de l'actif total et la rentabilité des capitaux propres.

La rentabilité des ventes se mesure traditionnellement à l'aide de la marge nette sur ventes. Elle fournit une indication sur la capacité de l'entreprise de dégager un bénéfice sur le produit de ses ventes après soustraction de l'ensemble des frais opérationnels, hors éléments financiers, exceptionnels et fiscaux. L'évolution du résultat d'exploitation net, qui apparaît au numérateur, étant biaisée en 2016 par la modification du régime comptable qui s'applique aux amortissements des frais de recherche, l'indicateur brut, qui rapporte le bénéfice d'exploitation avant charges non décaissées, est également présenté. La rentabilité des actifs d'exploitation compare le résultat d'exploitation récurrent⁽¹⁾ et les actifs d'exploitation à court et à long termes. Ce ratio exprime la performance commerciale par rapport aux éléments du bilan directement affectés à l'exploitation. La rentabilité de l'actif total, ou rentabilité économique, mesure le rapport entre le résultat net avant impôts et charges financières et l'ensemble des moyens d'action mis en œuvre, soit l'actif total. Le bénéfice est considéré avant impôts et charges financières, de manière à être indépendant de la fiscalité et de la politique de financement. Le ratio peut être calculé hors résultats exceptionnels – ou non récurrents – lorsque seul le résultat des activités normales est visé. La rentabilité des capitaux propres, ou rentabilité financière, divise le bénéfice après impôts par le total des capitaux propres. Elle donne une indication du rendement que tirent les actionnaires des activités de l'entreprise.

Les ratios de marge sur ventes et de rentabilité des actifs d'exploitation, au numérateur desquels figure le résultat d'exploitation, évaluent tous deux la performance commerciale des entreprises, l'un à l'échelon des seules grandes entreprises, l'autre pour l'ensemble des firmes. Si les niveaux de ces deux indicateurs sont différents, leurs évolutions sont similaires. En données globalisées, la récession

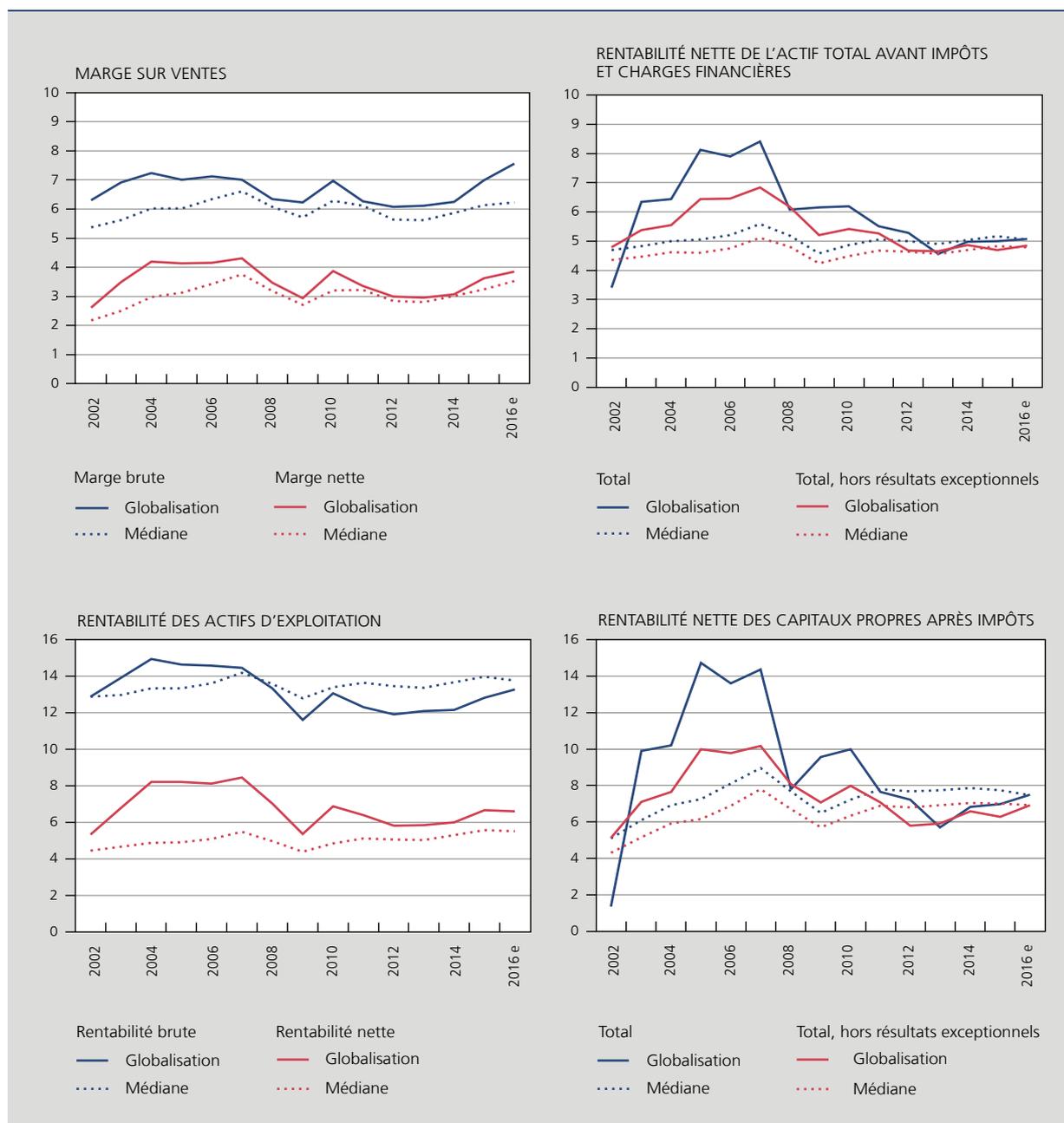
(1) La transposition de la Directive 2013/34/UE s'est traduite, dans le compte de résultats, par une réallocation des éléments exceptionnels entre produits/charges d'exploitation et produits/charges financiers. Ces éléments non récurrents, liés à l'exploitation ou à la gestion financière, apparaissent néanmoins dans une rubrique spécifique, de sorte qu'il est toujours possible de les isoler des éléments récurrents, les seuls pris en considération ici.

de 2008-2009 a conduit à une contraction des ratios, qui se sont ensuite stabilisés entre 2011 et 2014 à un niveau nettement inférieur à ceux observés avant la crise. Un redressement a été amorcé en 2015 et confirmé en 2016, à la faveur de la baisse des prix des matières premières – en dépit d’une inflexion et d’un retour à la hausse dans le courant de 2016 – et d’un taux de change favorable vis-à-vis du dollar des États-Unis, conjugués à une diminution

des coûts salariaux. Les évolutions des indicateurs médians esquissent néanmoins une image moins favorable pour les deux dernières années: ainsi par exemple, le ratio qui mesure la rentabilité brute des actifs d’exploitation a retrouvé dès 2010 un niveau comparable à celui d’avant la crise, mais il n’a plus guère varié par la suite, ce qui montre que toutes les entreprises n’ont pas profité de manière égale de l’embellie récente de l’environnement économique.

GRAPHIQUE 4 RENTABILITÉ ⁽¹⁾

(pourcentages; ensemble des entreprises, sauf mention contraire)



Source: BNB.

(1) Les ratios de marge sur ventes ne sont calculés que pour les grandes entreprises. Les concepts bruts sont calculés avant déduction des amortissements, réductions de valeur et provisions pour risques et charges au numérateur, les concepts nets après déduction de ces charges.

Les ratios de rentabilité de l'actif total et des capitaux propres⁽¹⁾ élargissent le concept de résultat pris en considération, en y incluant les résultats financiers et exceptionnels. Ils présentent également des profils semblables, même si le second est plus volatil que le premier, puisque le résultat est rapporté à un dénominateur plus faible. Le taux de rentabilité de l'actif total calculé en termes globalisés s'est replié de quelque 3 points de pourcentage par rapport aux niveaux observés avant la crise, pour revenir à environ 5 % depuis 2013. Sur le long terme, une partie de la baisse s'explique par l'influence des résultats exceptionnels, qui ont contribué de façon substantielle au soutien de la rentabilité des entreprises dans les années qui ont précédé la crise – jusqu'à 1,7 point de pourcentage en 2005 –, alors que cette contribution est devenue assez confidentielle depuis 2013. À noter que les ratios médians, qu'ils comprennent ou non les résultats exceptionnels, font quant à eux preuve d'une remarquable stabilité dans le temps – avec un écart type de seulement 0,2 point de pourcentage sur les quinze dernières années – et que les divergences entre les séries globalisées et médianes, très importantes au cours des dix premières années de la période sous revue, se sont totalement résorbées depuis lors, puisque les valeurs enregistrées sont, depuis 2013, proches de 5 % quel que soit le concept utilisé.

Bien qu'ils présentent la rentabilité sous des formes différentes, les ratios qui viennent d'être discutés sont (très) nettement corrélés : après winsorisation aux percentiles 5 et 95 (traitement indispensable en raison des valeurs extrêmes)⁽²⁾, les coefficients de corrélation sont en effet compris entre +0,53 et +0,94 selon les couples de ratios considérés. À titre indicatif, le graphique 5 montre deux exemples de nuages de points, pour un échantillon aléatoire de 1 000 comptes annuels. Outre la corrélation nettement positive, ce graphique fait ressortir certaines particularités. Ainsi, dans la vaste majorité des cas, la marge nette sur ventes est, conformément à l'intuition, inférieure à la marge brute; quelques rares entreprises affichent toutefois une marge nette supérieure, ce qui s'explique par des reprises de provisions et/ou de réductions de valeur. L'impact de la winsorisation est également visible, notamment pour le ratio de rentabilité des capitaux propres, que le traitement borne inférieurement à -66 % et supérieurement à +88 %. Ce ratio est tout particulièrement entaché de valeurs aberrantes, en raison principalement de son dénominateur, qui peut être très faiblement positif à la suite de pertes reportées⁽³⁾.

(1) L'annexe 3 propose une ventilation sectorielle des résultats obtenus pour le ratio de rentabilité des capitaux propres.

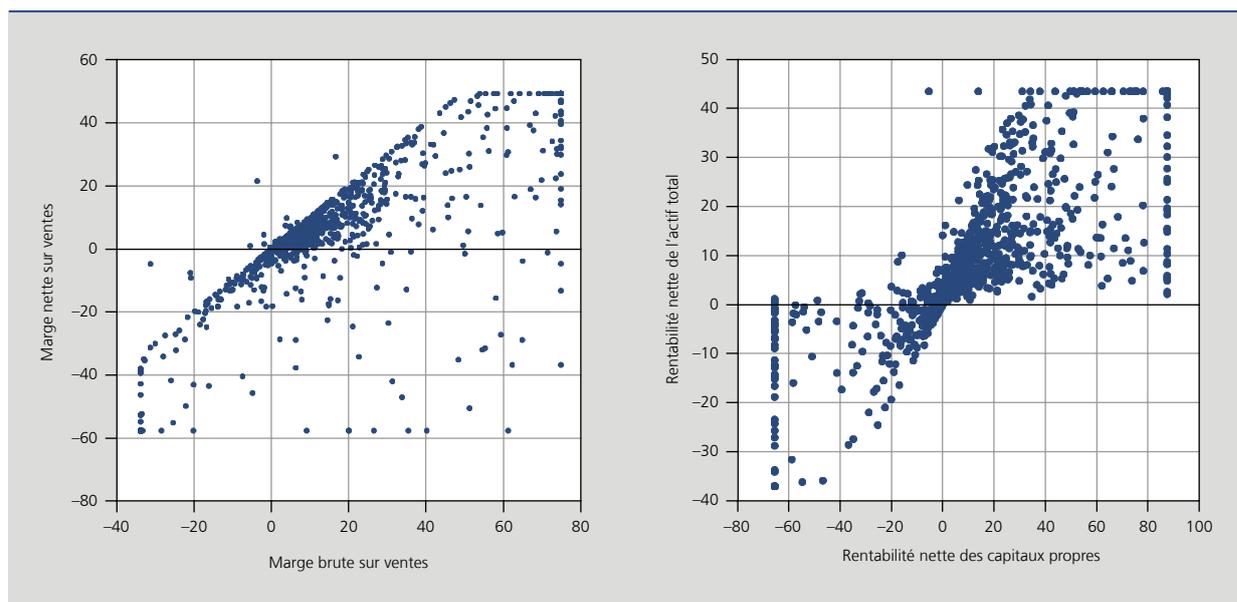
(2) Pour rappel, une winsorisation aux percentiles 5 et 95 signifie que les valeurs inférieures au percentile 5 sont égalisées au percentile 5, tandis que les valeurs supérieures au percentile 95 sont égalisées au percentile 95.

(3) Le ratio n'est pas calculé dans les cas où les capitaux propres sont négatifs.

3.2 Solvabilité

La solvabilité traduit la capacité des entreprises d'honorer leurs engagements à court et à long termes. La principale mesure de la solvabilité est le degré

GRAPHIQUE 5 NUAGES DE POINTS ENTRE RATIOS DE RENTABILITÉ (2015)



Source : BNB.

d'indépendance financière. Il s'agit du rapport entre les capitaux propres et le total du passif. Une mesure alternative de la solvabilité est fournie par le degré d'autofinancement, qui ne reprend au numérateur que les réserves et les résultats reportés, tandis que le dénominateur reste inchangé. Ce dernier synthétise la rentabilité passée d'une entreprise, sa politique d'affectation des résultats et, indirectement, son ancienneté. Le degré d'autofinancement suit naturellement des tendances voisines de celles du degré d'indépendance financière, dans la mesure où les réserves représentent une part importante des capitaux propres.

Comme en témoigne le graphique 6, le degré d'indépendance financière s'est nettement amélioré au cours des 15 dernières années, tant pour les grandes entreprises – dont les ratios sont habituellement plus élevés – que pour les PME⁽¹⁾. Durant la seconde moitié des années 2000, la tendance de long terme a été renforcée par l'instauration de la déduction fiscale pour capital à risque (« intérêts notionnels »). Celle-ci s'est concrétisée par des entrées massives de capitaux étrangers en Belgique, au bénéfice surtout des très grandes sociétés, spécialement dans la branche « activités de sièges sociaux », exclue de la présente analyse car elle contient des entreprises à vocation essentiellement

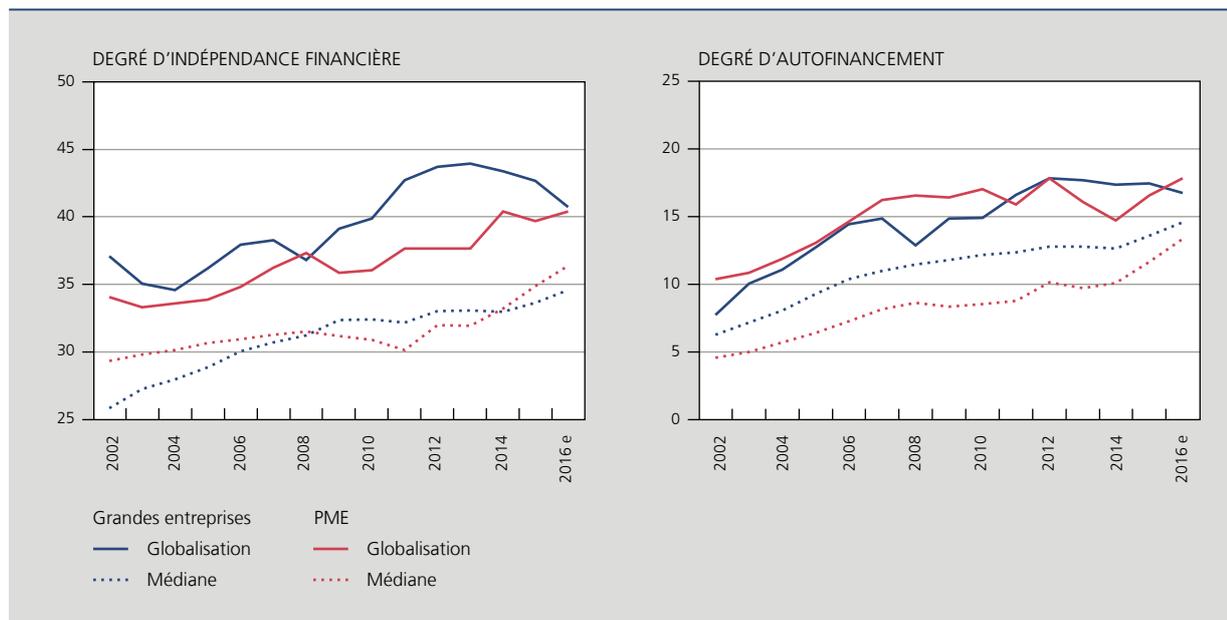
financière. Les restrictions progressivement apportées à la déduction, combinées à la chute des taux d'intérêt, en ont toutefois significativement réduit l'attrait ces dernières années. Cela se reflète particulièrement dans l'évolution du ratio globalisé des grandes entreprises, en repli depuis 2013, à la suite notamment d'un certain nombre de réductions de capital de grande ampleur. Dans le groupe des PME, le ratio globalisé s'est en revanche stabilisé à un niveau élevé ces dernières années, tandis qu'une hausse prononcée a été observée pour le ratio médian, ce qui témoigne qu'une vague de fond a affecté la majorité de ces firmes.

Les évolutions médianes observées dans les PME ont été largement influencées par les changements survenus au cours des dernières années dans le traitement fiscal des bonis de liquidation. Pour rappel, le boni de liquidation correspond schématiquement aux bénéfices réservés accumulés par une société et qui sont attribués aux propriétaires en cas de liquidation. Ce boni est considéré comme un dividende et est dès lors soumis au précompte mobilier. Alors que le taux d'imposition applicable dans ce cadre s'élevait auparavant à 10 %, il a été porté à 25 % en octobre 2014, puis à 27 % en janvier 2016 et à 30 % en janvier 2017.

Afin d'accorder une période d'adaptation aux sociétés, le gouvernement a assorti la majoration de 2014 d'une mesure transitoire permettant aux sociétés, quelle que

(1) L'annexe 4 propose une ventilation sectorielle des résultats obtenus pour le degré d'indépendance financière.

GRAPHIQUE 6 SOLVABILITÉ
(pourcentages)



Source : BNB.

soit leur taille, de continuer de bénéficier du taux réduit de 10 % si elles incorporaient au capital⁽¹⁾ les réserves taxées constituées au plus tard le 31 mars 2013, à condition que cet apport soit conservé pendant une durée minimale. Dans de nombreuses entreprises, cette mesure s'est traduite par un transfert de montants placés en réserve vers le capital social, ce qui a pesé sur le degré d'autofinancement des firmes en 2013 et en 2014.

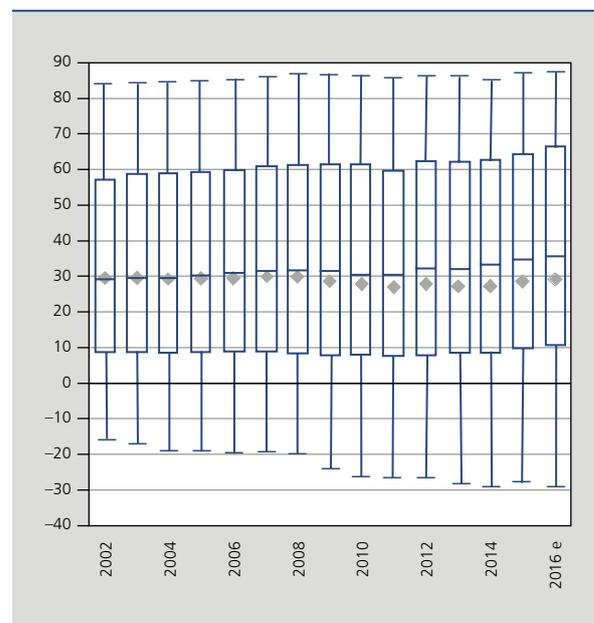
La loi-programme du 19 décembre 2014 a ensuite pérennisé la mesure temporaire, uniquement pour les petites entreprises et sous une forme quelque peu différente⁽²⁾. Depuis l'exercice comptable 2014, ces firmes sont en effet autorisées à affecter tout ou partie de leur bénéfice comptable après impôt à une réserve spéciale, dite « réserve de liquidation », sur laquelle une cotisation immédiate de 10 % est prélevée⁽³⁾. Cette réserve peut être distribuée sans prélèvement supplémentaire en cas de liquidation ; si elle l'est sous la forme de dividendes avant liquidation, le précompte qui est applicable à ces dividendes est réduit. La réduction est particulièrement importante dès lors que la réserve de liquidation a été conservée pendant cinq ans au sein de l'entreprise, puisque le précompte est alors de 5 %, contre 17 % dans le cas contraire⁽⁴⁾. Le régime de la réserve de liquidation semble avoir été plébiscité par de nombreuses PME en 2015 et en 2016, ce qui a provoqué une importante hausse des réserves – au détriment de la distribution de dividendes –, et donc une progression des ratios d'autofinancement et d'indépendance financière. Il est possible que de nouveaux changements de structure soient enregistrés dans les années à venir, pour peu que les entreprises optent pour une distribution anticipée de ces réserves de liquidation sous la forme de dividendes. Le comportement des entreprises sera sans doute également influencé par la réforme annoncée de l'impôt des sociétés⁽⁵⁾.

- (1) Dans le cadre de la mesure transitoire, figurant à l'article 537 du Code des impôts sur les revenus (CIR 92), les dividendes correspondant à la diminution des réserves taxées, dont le montant reçu était immédiatement apporté au capital de la société et maintenu pendant une période déterminée (quatre ans pour les petites firmes, huit pour les grandes), pouvaient encore bénéficier du taux réduit de 10 %.
- (2) Selon l'exposé des motifs de la loi, ce maintien du régime dérogatoire pour les PME a été décidé « en réaction aux plaintes de beaucoup d'indépendants qui exercent leurs activités sous forme de société, et qui s'attendaient à pouvoir distribuer à l'avenir leurs réserves en cas de liquidation à un taux de 10 % ». Cf. le projet de loi-programme du 28 novembre 2014 (document parlementaire DOC 54 0672/001, Chambre des représentants de Belgique).
- (3) Ce régime est entré en vigueur à partir de l'exercice comptable 2014. Une mesure de rattrapage a par ailleurs été introduite pour les bénéfices relatifs aux exercices 2012 et 2013 conservés au sein de l'entreprise, qui ont dès lors également pu être intégrés dans la réserve de liquidation.
- (4) À l'origine, ce taux d'imposition était de 15 %. Il a été porté à 17 % pour les réserves constituées au cours d'une période imposable qui concerne l'exercice d'imposition 2017 ou un exercice antérieur, et à 20 % pour celles qui se rattachent au plus tôt à l'exercice d'imposition 2018.
- (5) D'après les déclarations gouvernementales, la réforme de l'ISOC, entre autres mesures, allégera le taux d'imposition des sociétés, dont le taux nominal reviendra, dès janvier 2018, de 33 à 29 %, puis à 25 % à partir de l'année suivante. Le taux applicable aux PME sera même de 20 % pour les premiers 100 000 euros.

Enfin, il faut rappeler que, si les données médianes et globalisées reflètent l'image d'une solvabilité en amélioration tendancielle, l'examen de l'ensemble de la distribution amène à tempérer ce constat. Le graphique 7, qui présente la distribution complète de l'indépendance financière sous la forme de box plots, montre que les entreprises se trouvent dans des situations de solvabilité particulièrement diverses : à titre indicatif, en 2016, le 9^e décile de l'indépendance financière atteignait 88 %, alors que le 1^{er} décile se situait à -29 %. Le graphique fait de plus ressortir que la hausse de la solvabilité a surtout profité aux strates les plus solvables de la population : alors que le 3^e quartile a gagné 9 points entre 2002 et 2016, la hausse n'a été que de 2 points pour le 1^{er} quartile. Quant au 1^{er} décile, il a perdu 13 points sur la même période, indiquant qu'une fraction non négligeable de la population a évolué à contre-courant de la tendance haussière majoritaire. Pour mémoire, 17 % des entreprises présentent aujourd'hui des capitaux propres négatifs, ce qui constitue un clignotant financier considérable. Il faut toutefois noter qu'une partie des sociétés concernées reçoivent du financement sous la forme de prêts accordés par leurs propriétaires ou par leurs dirigeants, ce qui relativise la situation dans une certaine mesure.

GRAPHIQUE 7 DISTRIBUTION DU DEGRÉ D'INDÉPENDANCE FINANCIÈRE

(pourcentages, ensemble des entreprises)



Source : BNB.

Les box plots se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1^{er} et 3^e quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement au 1^{er} et au 9^e déciles. Le point gris indique la moyenne winsorisée (au 5^e et au 95^e percentiles).

3.3 Coûts de financement

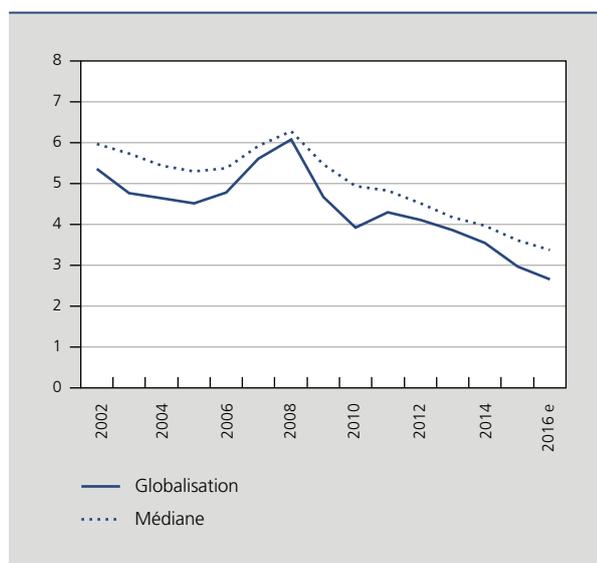
Les charges d'intérêts moyennes des dettes financières permettent d'évaluer le coût du recours au financement externe. Le ratio divise les charges des dettes par l'encours des dettes financières à court et à long termes. Il n'est calculé que pour les grandes entreprises car les schémas abrégé et micro ne permettent pas de distinguer les charges des dettes des autres charges financières⁽¹⁾.

Depuis l'éclatement de la crise financière, parallèlement à la chute des taux d'intérêt, le coût moyen des dettes a suivi une forte tendance baissière, qui s'est poursuivie en 2016. Un nouveau plancher a d'ailleurs été atteint, à savoir 2,6 % en termes globalisés et 3,4 % en termes médians (cf. graphique 8). Ce nouveau reflux est à mettre en relation avec la politique monétaire toujours très accommodante menée par l'Eurosystème, qui permet aux banques de se financer à très bas coût; le repli du ratio s'explique également par une concurrence accrue entre les institutions bancaires, qui s'est traduite par de nouveaux resserrements des marges commerciales sur les crédits.

La hauteur des charges d'intérêts payées par les entreprises dépend de nombreux facteurs, parmi lesquels en particulier la nature des dettes financières. Sur ce point, il faut

(1) L'annexe 5 propose une ventilation sectorielle des résultats obtenus pour ce ratio.
 (2) Ventilation établie sur la base des comptes déposés par les grandes entreprises. Pour rappel, les comptes déposés par les PME ne permettent pas une telle ventilation.

GRAPHIQUE 8 CHARGES D'INTÉRÊTS MOYENNES DES DETTES FINANCIÈRES
 (pourcentages, grandes entreprises)



Source : BNB.

TABLEAU 3 CHARGES D'INTÉRÊTS DUES EN FONCTION DE LA PART DU FINANCEMENT INTRAGROUPE DANS LES DETTES FINANCIÈRES
 (2016, pourcentages, grandes entreprises)

Part des emprunts intragroupes dans les dettes financières	Charges d'intérêts moyennes
Pas d'emprunt intragroupe	3,82
Inférieure à 20 %	3,54
Comprise entre 20 et 40 %	3,51
Comprise entre 40 et 60 %	3,66
Comprise entre 60 et 80 %	2,93
Supérieure à 80 %	2,94

Source : BNB.

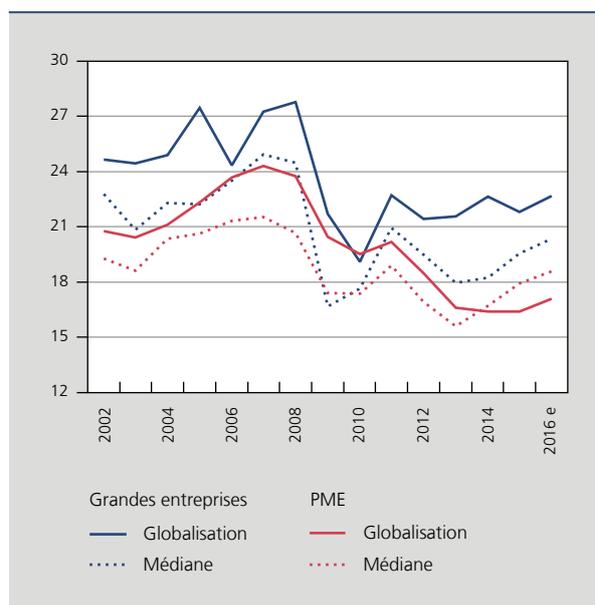
rappeler qu'une part considérable des dettes financières sont contractées vis-à-vis d'entreprises liées. En 2016, les dettes financières de la population étudiée se répartissaient comme suit : 38,1 % vis-à-vis des établissements de crédit, 2,5 % en emprunts subordonnés, 3,6 % en emprunts obligataires, 2,0 % en dettes de location-financement et 53,9 % en « autres emprunts »⁽²⁾. L'analyse montre que ces autres emprunts concernent très largement des dettes vis-à-vis d'entreprises du même groupe, qui peuvent être interprétées comme une source de financement alternatif à un apport en capital. Ces dettes intragroupes bénéficient par ailleurs d'une exigibilité sensiblement plus flexible que celle des dettes classiques vis-à-vis de tiers, et elles sont vraisemblablement accordées à des conditions plus favorables. Si les données disponibles ne permettent pas de valider totalement cette dernière hypothèse, on constate que les charges d'intérêts moyennes tendent à baisser quand la part des emprunts intragroupes dans les dettes financières augmente (cf. tableau 3).

3.4 Effort d'investissement

Combinée au degré élevé d'utilisation des capacités de production et à l'importance des réserves de trésorerie, la persistance de taux d'intérêt faibles est de nature à favoriser l'effort d'investissement des entreprises. Dans les comptes annuels, ce dernier peut être approché par le taux de renouvellement des immobilisations corporelles, qui rapporte les acquisitions réalisées au cours d'un exercice à la valeur comptable du stock à la fin de l'exercice précédent.

Une hausse – très nette et continue – de la valeur médiane de cet indicateur marque une reprise des efforts d'investissement dans la majorité des entreprises (cf. graphique 9)⁽¹⁾. Depuis 2013, le taux d'investissement

GRAPHIQUE 9 TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES
(pourcentages)



Source : BNB.

médian a ainsi progressé de 2,4 points de pourcentage dans les grandes entreprises et de 3 points dans les PME. L'évolution des valeurs médianes contraste avec celle des données globalisées au cours de la période récente. Dans les grandes entreprises, le taux d'investissement est en effet demeuré globalement assez stable depuis le début de la décennie, s'établissant à des niveaux nettement en deçà de ceux observés avant la crise. Dans le groupe des PME, l'indicateur globalisé a stagné à un niveau historiquement bas entre 2013 et 2015. Le redressement de 2016 semble amorcer une rupture de tendance par rapport aux années précédentes.

4. Relations de participation

4.1 Introduction

Les relations financières entre sociétés appartenant à un même groupe se sont considérablement développées au cours des 20 dernières années. Cela ressort de nombreux aspects des comptes annuels déposés à la Centrale des bilans. À titre indicatif, la part occupée

par les immobilisations financières dans l'actif agrégé des sociétés est ainsi progressivement passée de 23 % en 1996 à 37 % en 2015. Outre les relations de participation, les liens financiers entre sociétés peuvent prendre la forme de créances, de dettes, de placements de trésorerie ou encore de garanties. Ces liens ont un impact notable sur l'évaluation financière qui peut être faite des sociétés. Ainsi par exemple, les dettes vis-à-vis de sociétés liées ne s'interprètent pas de la même façon que les dettes vis-à-vis de sociétés tierces car, comme expliqué plus haut, leur degré d'exigibilité diffère significativement. Par ailleurs, certains mécanismes financiers intragroupes sont susceptibles d'impacter notablement certaines rubriques des états financiers. C'est notamment le cas des activités de cash pooling, comme cela a été montré dans une précédente édition de la Revue économique ⁽²⁾.

Cette section se penche sur un des nombreux aspects des relations de groupe, à savoir les relations de participation déclarées par les entreprises dans l'annexe de leurs comptes annuels. Cette dernière contient en effet une section relative aux participations et droits sociaux détenus dans d'autres entreprises (belges ou étrangères). Chaque déposant doit y renseigner, entre autres, les coordonnées des sociétés dans lesquelles il détient des droits, le pourcentage que ces droits représentent dans le capital des entreprises détenues, ainsi que la nature du lien de participation (titres ordinaires, sans droit de vote, préférentiels, etc.). Seuls les droits correspondant à au moins 10% du capital souscrit de l'entreprise détenue sont censés être déclarés.

Afin d'obtenir une vue d'ensemble des données collectées par la Centrale des bilans, les résultats présentés dans cette section couvrent la totalité des entreprises déposant des comptes annuels, soit les sociétés commerciales déposant des schémas standardisés, mais aussi les banques, les compagnies d'assurances, les ASBL et les fondations. Cet ensemble est donc plus large que la population étudiée dans les sections précédentes de l'article.

Contrairement aux autres rubriques des états financiers, les données de participation ne peuvent guère faire l'objet de contrôles de qualité par la Centrale des bilans. C'est la raison pour laquelle un long travail d'exploration des données brutes a été mené en amont de l'analyse proprement dite. Au final, si certaines imperfections ont été constatées, celles-ci sont circonscrites à un nombre limité de cas, de sorte que les résultats obtenus peuvent être considérés comme globalement fiables.

Un des contrôles menés pendant la phase d'exploration concerne la cohérence entre l'annexe sur les participations

(1) L'annexe 6 propose une ventilation sectorielle des résultats obtenus pour ce ratio.

(2) Cf. Vivet D. (2014), « Résultats et situation financière des entreprises en 2013 », BNB, *Revue économique*, décembre, 83-109.

et les rubriques de l'actif correspondantes, soit les immobilisations financières mais aussi, plus rarement, les placements de trésorerie. Il a notamment été constaté que 97 % des grandes sociétés déclarant des participations dans l'annexe renseignent aussi des actifs correspondants dans le bilan. Les rares cas de divergence trouvent par ailleurs généralement une explication. Ainsi, des réductions de valeur totale peuvent avoir été comptabilisées sur les immobilisations financières (par exemple quand la société détenue est en faillite ou en liquidation), de sorte que la valeur comptable nette de ces dernières, inscrite à l'actif, est nulle. De plus, en théorie, la notion de participation repose d'abord sur le pouvoir de contrôle exercé sur une entreprise. Si ce contrôle est le plus souvent lié à la détention de titres, il peut être exercé par d'autres canaux, par exemple lorsqu'une société a le pouvoir de nommer les administrateurs ou d'exercer une influence décisive sur le management d'une entreprise tierce.

Une des difficultés rencontrées lors des travaux préparatoires concerne le champ de texte décrivant la nature

TABLEAU 4 NATURE DU LIEN DE PARTICIPATION : PRINCIPALES OCCURENCES DANS LE CHAMP DE TEXTE LIBRE (exercice comptable 2015)

Champ de texte libre	Fréquence
Aandelen op naam	13 890
Aandelen	8 653
Gewone aandelen	5 548
Actions	4 770
Parts sociales	4 140
Aandelen zonder nominale waarde	3 382
Kapitaals aandelen	3 151
Op naam	2 936
Kapitaalaandelen	2 142
Actions nominatives	2 093
Actions ordinaires	1 389
< Pas de texte >	1 234
Nominatives	1 070
Parts	899
Gewone	785
Actions sdnv ⁽¹⁾	730
Aandelen op naam zonder nominale waarde	653
Ordinaires	630
Aandelen aan toonder	492
Gewone aandelen op naam	487

Source : BNB.

(1) Actions sdnv : actions sans désignation de valeur nominale.

des participations. Ce champ étant entièrement libre, il est rempli de manières très diverses par les déposants, le caractère multilingue de la Belgique contribuant par ailleurs à multiplier les possibilités. Pour l'exercice 2015, on dénombrait ainsi plus de 4 200 textes distincts pour un total d'un peu moins de 80 000 enregistrements. Près de 3 000 d'entre eux concernaient toutefois une seule occurrence, tandis que les autres affichaient, pour la très vaste majorité d'entre eux, des formulations très proches ou assimilables. À titre d'illustration, le tableau 4 reprend les 20 occurrences les plus fréquentes. On peut vérifier que ces textes, qui à eux seuls représentent déjà près de 75 % du nombre total d'observations, ont des significations voisines et qu'ils renvoient à des droits sociaux classiques.

4.2 Tendances de long terme

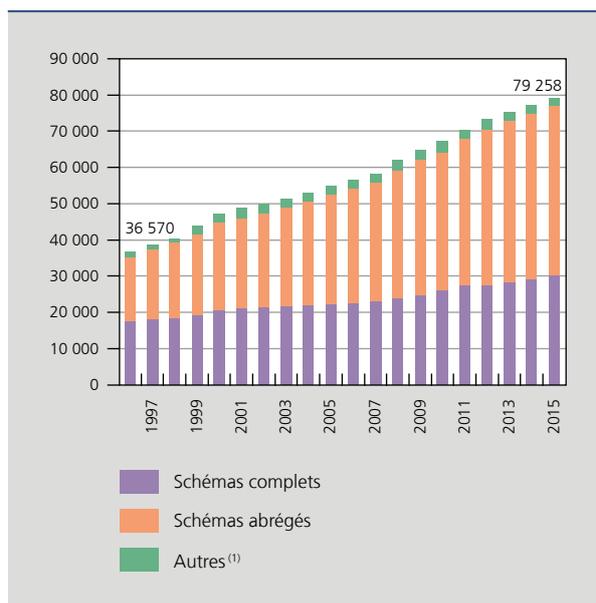
Au cours des 20 années sous revue⁽¹⁾, le nombre de liens de participation a plus que doublé, passant de 36 570 en 1996 à 79 258 en 2015 (cf. graphique 10). Pour l'exercice 2015, les liens se ventilent comme suit en fonction du type de comptes annuels de l'entreprise détentrice : 30 202 liens sont déclarés dans des schémas complets, 46 876 dans des schémas abrégés et 2 180 dans d'autres types de comptes annuels (principalement déposés par des banques, des sociétés d'assurance, des ASBL et des fondations).

Le nombre d'entreprises ayant au moins un lien de participation a également suivi une tendance haussière sur l'ensemble des 20 dernières années, pour atteindre 95 018 en 2015 (cf. graphique 11). Ce nombre se répartit entre 30 391 entreprises uniquement détentrices, 55 653 entreprises uniquement détenues et 8 974 entreprises à la fois détentrices et détenues. Il faut souligner que si le nombre de sociétés détentrices est censé être exhaustif – puisqu'on dispose des informations pour toutes les entités opérant en Belgique –, ce n'est pas le cas pour les sociétés détenues. En effet, la base de données ne permet pas d'identifier les sociétés belges détenues par des contreparties étrangères.

Si les relations de groupe se sont développées de manière conséquente en termes absolus, il faut rappeler que, sur la même période, de nombreuses entreprises ont été créées et que, tous schémas confondus, le nombre de comptes annuels déposés par des sociétés à la Centrale des bilans s'est accru de façon considérable, passant de 215 065 en 1996 à 405 633 en 2015. Il se posait donc la question de savoir si, proportionnellement parlant, il y

(1) La période étudiée couvre les exercices 1996 à 2015, 2016 n'étant pas complet au moment de la rédaction de cet article.

GRAPHIQUE 10 ÉVOLUTION DU NOMBRE DE LIENS DE PARTICIPATION, EN FONCTION DU TYPE DE SCHEMA DÉPOSÉ PAR L'ENTREPRISE DÉTENTRICE

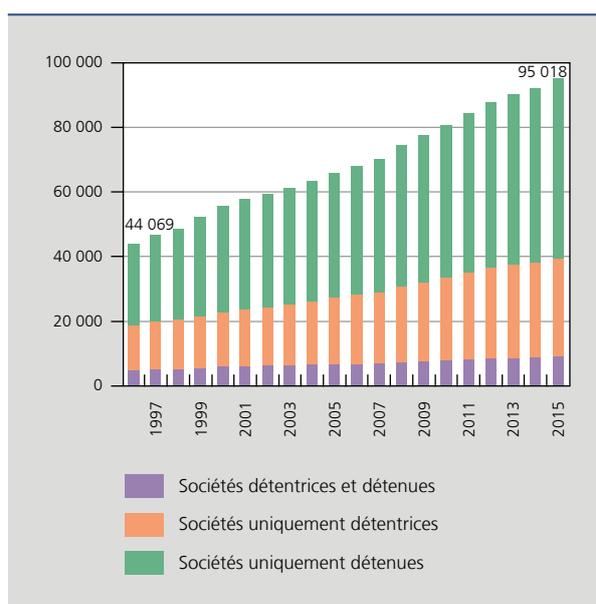


Source : BNB.

(1) Principalement les comptes annuels déposés par des banques, des sociétés d'assurance, des associations et des fondations.

a aujourd'hui plus de liens de groupe que dans le passé. Comme il ressort du tableau 5, la part des sociétés ayant au moins un lien de participation a bien augmenté au

GRAPHIQUE 11 ÉVOLUTION DU NOMBRE DE SOCIÉTÉS AYANT AU MOINS UN LIEN DE PARTICIPATION



Source : BNB.

cours du temps, mais dans une mesure relativement plus limitée: elle est progressivement passée de 12,1 % en 1996 à 15,2 % en 2015 en ce qui concerne les schémas abrégés, et de 64,1 à 71,2 % pour ce qui est des schémas complets. Ces proportions se trouveront probablement modifiées à l'avenir, à la suite de la mise en œuvre de la directive européenne (cf. supra). Il faut par ailleurs souligner que, dans le cas des schémas abrégés, l'analyse est brouillée par le fait que la Centrale des bilans collecte les comptes annuels de l'intégralité des entreprises belges exerçant sous la forme de société, ce qui inclut en pratique de très nombreuses petites sociétés peu susceptibles d'entretenir des liens de participation, telles les sociétés créées par des travailleurs indépendants.

Globalement, cette croissance des relations interentreprises traduit la tendance générale à la multiplication des structures juridiques, les entreprises étant devenues plus enclines à créer des sociétés distinctes par fonction ou par activité. Si cette tendance a concerné toutes les branches d'activité, elle a été tout particulièrement alimentée par de nombreuses créations de sociétés dans des domaines qui, par nature, sont propices aux liens de participation. Il s'agit, tout d'abord, du « conseil pour les affaires et autres conseils en gestion » (NACE-BEL 70 220), branche contenant notamment les sociétés dites « de management », dont la finalité est de participer à l'activité de gestion d'autres entreprises⁽¹⁾. Il s'agit également des « activités de sièges sociaux » (NACE-BEL 70 100), qui regroupent principalement des sociétés holding ou assurant des fonctions financières au sein de groupes d'entreprises (banques internes, gestionnaires de trésorerie, etc.). Accessoirement, le secteur immobilier a également pesé sur la tendance, par le biais du développement des sociétés destinées

(1) Sur les sociétés de management, cf. p. ex. Herve L. (2012), *Les sociétés de management en 2012*, Pacioli n° 345, IPCF-BIBF, ainsi que Mormont H. (1999), *La société de management et la jurisprudence des juridictions sociales*, Pacioli n° 52, IPCF-BIBF.

TABEAU 5 ÉVOLUTION DU POURCENTAGE DE SOCIÉTÉS AYANT AU MOINS UN LIEN DE PARTICIPATION, PAR TYPE DE SCHEMA DÉPOSÉ (pourcentages)

Exercice comptable	Schémas abrégés	Schémas complets
1996	12,1	64,1
2015	15,2	71,2
Variation (points de pourcentage)	+3,1	+7,0

Source : BNB.

à l'exploitation et à la location de biens; ces sociétés immobilières sont généralement détenues, alors que les sociétés des deux autres branches sont très majoritairement détentrices.

4.3 Caractéristiques des liens de participation en 2015

Parmi les quelque 80 000 liens identifiés en 2015, 66 % émanaient de sociétés établies en Flandre, 18 % d'entreprises dont le siège était localisé en Wallonie et 17 % de firmes installées à Bruxelles. Les sociétés bruxelloises ont un profil de participation nettement différent de celui des firmes implantées en Flandre ou en Wallonie: ces dernières privilégient en effet les relations intrarégionales – en Flandre, 76 % des liens concernent des partenaires tous deux établis en région flamande; en Wallonie, cette proportion est de 70 % –, alors que les firmes bruxelloises investissent davantage en dehors de leur territoire d'origine, et en particulier à l'étranger (cf. tableau 6). C'est ainsi que plus d'un tiers des participations détenues par des firmes bruxelloises concernent des droits sociaux acquis dans des entreprises étrangères, alors que cette proportion est d'environ 20 % lorsque la société détentrice est flamande ou wallonne. Cette particularité tient notamment au tissu économique bruxellois, composé de nombreux sièges sociaux à dimension internationale.

Les sociétés étrangères détenues peuvent par ailleurs être ventilées par pays⁽¹⁾. Comme le montre le tableau 7, ces sociétés étrangères sont d'abord issues des pays limitrophes de la Belgique, soit la France (6 %), les Pays-Bas (4 %), le Luxembourg (2 %) et l'Allemagne (1 %). Suivent

une grande variété de pays; au total, en 2015, les sociétés belges détenaient des participations directes dans plus de 177 pays, ce qui représente une grande majorité des pays que compte le monde (un peu moins de 200 pays sont reconnus par l'ONU).

Un autre aspect des liens de participation concerne leur intensité. Celle-ci peut notamment être mesurée au moyen du taux de participation direct déclaré par les firmes détentrices. Pour éviter les doubles comptages, il n'est pas tenu compte des éventuels liens indirects, qui reflètent le pouvoir de contrôle additionnel qu'une firme peut exercer sur une société tierce par le biais de ses filiales. Il faut souligner que le taux de participation direct ne capture pas parfaitement l'intensité des liens unissant les entreprises. Il peut en effet être nul (ce qui est le cas pour 2 % des liens) lorsque la firme ne détient pas d'actions de la société tierce mais qu'elle exerce un pouvoir de contrôle indirect, au travers de ses filiales et sous-filiales⁽²⁾. Par ailleurs, lorsque l'entreprise détient des droits sociaux de natures différentes (une situation qui ne concerne qu'un nombre réduit de liens de participation), elle indique plusieurs pourcentages pour un même lien, ce qui complique l'interprétation.

La détention de 10 % au moins des droits sociaux implique une présomption de participation, raison pour laquelle le dépassement de ce seuil entraîne, sauf preuve du contraire, une mention de participation dans l'annexe ad hoc.

(1) Pour rappel, les sociétés détentrices sont, à quelques exceptions près, toutes des sociétés de droit belge.

(2) Dans de nombreux cas où le taux direct est manquant, les sociétés déclarantes mentionnent un lien de participation indirect. L'intensité de celui-ci est supérieure à 50 % dans plus d'un tiers des cas.

TABLEAU 6 VENTILATION DES LIENS DE PARTICIPATION EN FONCTION DE LA LOCALISATION DES SOCIÉTÉS DÉTENTRICES ET DES SOCIÉTÉS DÉTENUES (pourcentages)

Implantation de la société détentrice	Implantation de la société détenue					Total
	Belgique	dont :			Étranger	
		Flandre	Wallonie	Bruxelles		
Flandre	80,6	75,6	2,5	2,5	19,4	100
Wallonie	79,3	3,8	70,3	5,2	20,7	100
Bruxelles	64,7	9,9	7,1	47,6	35,3	100
Belgique	79,0	10,6	52,7	15,7	21,0	100

Source : BNB.

TABEAU 7 VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES SOCIÉTÉS DÉTENUES

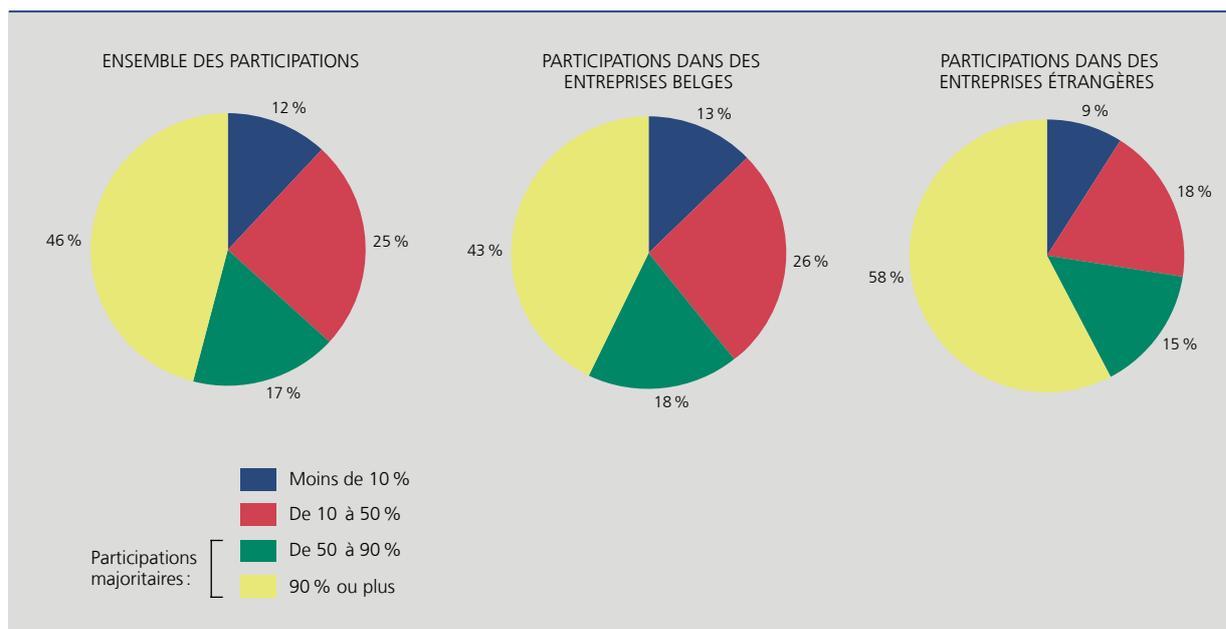
Pays	Nombre de sociétés	Pays	Nombre de sociétés	Pays	Nombre de sociétés
Belgique	49 031	République tchèque	201	Irlande	94
France	3 687	Brésil	166	Bulgarie	84
Pays-Bas	2 342	Inde	163	Afrique du Sud	84
Luxembourg	1 182	Portugal	154	Danemark	80
Allemagne	761	Turquie	154	Autriche	74
États-Unis	641	Slovaquie	144	Grèce	67
Royaume-Uni	583	Russie	140	Japon	65
Espagne	510	Hongrie	133	Chypre	63
Pologne	431	Suède	130	Émirats arabes unis	58
Italie	389	Canada	118	Argentine	57
Hong Kong	323	Singapour	107	Chili	57
Roumanie	248	Maroc	106	R.D. du Congo	53
Suisse	244	Australie	99	Ukraine	52
Chine	233	Mexique	98	Reste du monde	1 156

Source : BNB.

Lorsque l'entreprise détentrice possède plus de 50% des droits sociaux d'une autre société, cette dernière est de facto considérée comme une filiale. L'arrêté royal du 12 septembre 1983 qualifie de filiale d'une entreprise « toute autre entreprise, lorsque la première est en mesure,

en fait ou en droit, d'exercer une influence décisive sur la désignation de la moitié au moins des dirigeants de la seconde ou sur l'orientation de la gestion de celle-ci, et ce, soit en vertu de conventions, soit en raison de participations détenues dans la seconde par la première, ou indirectement

GRAPHIQUE 12 INTENSITÉ DU LIEN DE PARTICIPATION DIRECT (pourcentages)



Source : BNB.

par l'intermédiaire de ses filiales ou sous-filiales». Cela signifie que, dans la pratique, une entreprise peut être qualifiée de filiale en deçà du seuil de 50 %, dès lors que le pouvoir de contrôle est démontré. Dans une logique industrielle, une prise de participation majoritaire peut viser à éliminer un concurrent, à s'assurer la fidélité d'un fournisseur, à étendre le réseau de clientèle par le biais d'un acteur local, ou encore à acquérir une technologie nécessaire au développement de l'entreprise. Dans une logique financière, une participation majoritaire est synonyme de maîtrise de la distribution des bénéfices engendrés.

Par ailleurs, le Code des sociétés qualifie de « société associée » toute société, autre qu'une filiale, dans laquelle une autre société détient une participation et sur l'orientation de laquelle elle exerce une influence notable. Cette influence « notable » est présumée dès lors que les droits de vote attachés à cette participation représentent 20 % ou plus des droits de vote des actionnaires ou associés.

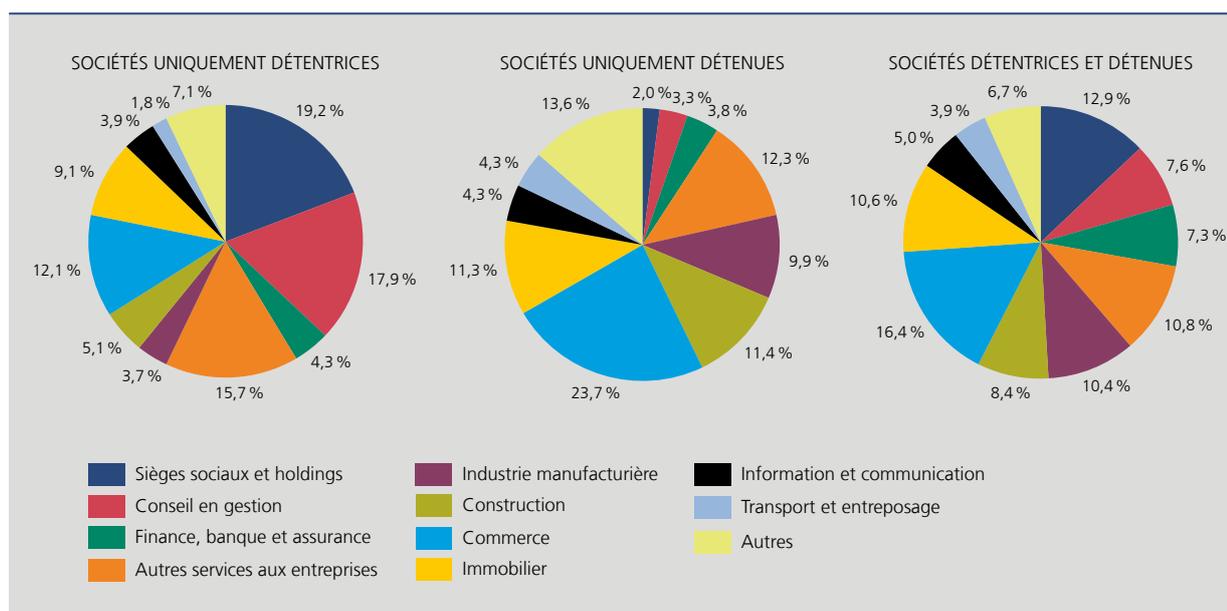
Le graphique 12 montre que la majorité des liens de participation mentionnés par les déposants sont imputables à des relations de mère à filiale : 63 % des liens concernent en effet une détention de plus de 50 % des droits sociaux. À noter que pour près d'une participation sur deux, le taux de participation est même compris entre 90 et 100 %. Plus généralement, quelque 80 % des liens recensés dépassent le seuil de 20 % au delà duquel une influence « notable » est présumée exercée par l'entreprise détentrice. On observe par ailleurs que les liens de

participation sont plus étroits lorsque la société détenue est étrangère, puisque 73 % des participations vis-à-vis de sociétés établies en dehors du territoire belge renvoient à des filiales au sens de la législation, alors que ce taux est de 61 % pour les participations dans des firmes belges. On peut en conclure que les sociétés qui investissent à l'étranger sont plus désireuses d'exercer une influence décisive sur la société détenue.

Enfin, la ventilation sectorielle des sociétés détentrices montre qu'une grande partie de celles-ci ressortissent aux sièges sociaux, aux sociétés de management et aux activités financières (cf. graphique 13). Cette situation est logique dans la mesure où ces branches d'activité impliquent surtout la prise de participations dans d'autres sociétés. Il convient de souligner que les sociétés de ces branches occupent généralement peu de travailleurs et qu'elles génèrent relativement peu de valeur ajoutée car elles répondent le plus souvent à des considérations d'ordre juridique, financier ou fiscal.

À l'opposé, les sociétés détenues sont beaucoup plus présentes dans les branches traditionnelles de l'économie belge (telles que l'industrie, le commerce, la construction, etc.) et elles occupent également en moyenne nettement plus de personnel. Il faut noter que les comptes annuels de nombreuses grandes entreprises commerciales ou industrielles présentent aujourd'hui un caractère hybride avec, d'une part, un actif principalement composé d'immobilisations financières et, d'autre part, un compte de

GRAPHIQUE 13 VENTILATION SECTORIELLE DES ENTREPRISES AYANT AU MOINS UN LIEN DE PARTICIPATION



Source : BNB.

résultats toujours largement déterminé par le résultat d'exploitation (et donc par les activités productives).

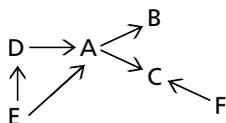
4.4 Groupes d'entreprises

Comme indiqué ci-avant, les données de base sont fournies par les comptes annuels des sociétés détentrices, qui déclarent dans quelles sociétés elles détiennent des participations, soit les sociétés détenues. Il faut rappeler que les comptes annuels ne contiennent pas d'informations exploitables sur les actionnaires de la société déposante. L'un des intérêts du présent travail a dès lors consisté à croiser les données de départ, afin d'identifier dans les autres comptes annuels les éventuels actionnaires des sociétés détentrices pour, in fine, reconstituer des groupes d'entreprises.

Si on dispose par exemple des comptes annuels des sociétés A, D, E et F, dont les données de participations sont les suivantes :

- comptes annuels de la société A: A → B
(« A déclare une participation dans B »)
- A → C
- comptes annuels de la société D: D → A
- comptes annuels de la société E: E → D
E → A
- comptes annuels de la société F: F → C

En combinant les informations de ces quatre comptes annuels, on peut déduire le graphe de relations reproduit à la figure ci-dessous. Celui-ci nous renseigne entre autres sur les éventuelles entreprises détenant les sociétés détentrices de départ (c'est-à-dire A, D, E et F), ainsi que sur les liens indirects (par exemple le lien entre E et B, qui passe par A).



En généralisant cette logique à l'ensemble des comptes annuels et des niveaux de participation, il a été possible, moyennant un certain nombre de manipulations informatiques, de reconstituer des groupes d'entreprises. Pour chaque entreprise, le groupe se compose de l'ensemble des sociétés s'inscrivant dans une chaîne de participations remontant ou descendant jusqu'à l'entreprise, c'est-à-dire des sociétés ayant un lien de propriété direct ou indirect avec l'entreprise, soit en amont, soit en aval. Si on considère l'exemple de la figure ci-dessus, cela signifie que le groupe de l'entreprise A contient les entreprises B, D, E et C. L'entreprise F ne fait pas partie du groupe de A car elle ne s'inscrit pas dans

une cascade de liens remontant ou descendant jusqu'à A. Selon la même logique, le groupe de l'entreprise C inclut au contraire F, au même titre que A, D et E, alors que B en est exclu.

L'un des aspects investigués concerne la taille des groupes ainsi constitués. Pour une entreprise donnée, la taille du groupe a été définie comme le nombre total d'entreprises en amont et/ou en aval. Le seuil à partir duquel on considère ou non les liens de participation a une influence significative sur la taille des groupes: si on fixe le seuil à 0 %, c'est-à-dire si on tient compte de tous les liens de participation recensés, on obtient des groupes plus vastes que si on fixe le seuil à, par exemple, 50 %. Un seuil de 50 % permet toutefois d'obtenir des groupes plus cohérents, dans la mesure où, d'une extrémité à l'autre de la chaîne de participations, les entreprises sont liées par un pouvoir d'influence majoritaire.

Le tableau 8 présente la ventilation des entreprises en fonction de la taille de leur groupe, et ce pour quatre seuils distincts: 0, 10, 20 et 50 %. Au seuil de 20 %, par exemple, 53 752 firmes sont liées, en amont et/ou en aval, à une seule autre entreprise par un lien direct dont l'intensité est supérieure ou égale à 20 %. À l'opposé, 13 entreprises font partie d'un groupe de plus de 200 entreprises. La principale conclusion à tirer du tableau est que la vaste majorité des sociétés appartiennent à

TABLEAU 8 VENTILATION DES ENTREPRISES EN FONCTION DE LA TAILLE DE LEUR GROUPE

(nombre d'entreprises, entreprises ayant au moins un lien de participation en 2015)

Nombre total d'entreprises en amont et/ou en aval	Au seuil de			
	0 %	10 %	20 %	50 %
0	0	5 218	9 235	23 679
1	54 384	54 172	53 752	49 523
2	16 467	16 257	15 770	12 397
3	7 789	6 944	6 362	4 252
4	4 341	3 856	3 444	1 909
5	2 586	2 160	1 831	982
De 6 à 10	5 429	4 100	3 107	1 495
De 11 à 20	2 631	1 592	1 028	537
De 21 à 50	1 091	555	407	211
De 51 à 100	183	118	56	27
De 101 à 200	75	28	13	3
Plus de 200	42	18	13	3
Total	95 018	95 018	95 018	95 018

Source: BNB.

de petits groupes, alors qu'une minorité font partie de groupes de grande ampleur. Il faut rappeler que cette conclusion concerne les données disponibles auprès de la Centrale des bilans et que celles-ci sont par nature incomplètes. D'une part, elles ne contiennent pas d'informations sur les participations de sociétés étrangères dans des sociétés belges. D'autre part, si on connaît les détentions des sociétés belges dans des sociétés étrangères, la chaîne s'arrête à ce stade, alors que ces sociétés étrangères peuvent à leur tour détenir des participations dans d'autres sociétés. Ces deux éléments expliquent pourquoi les plus grands groupes identifiés ont une dimension principalement belge.

4.5 Liens de participation et risque de défaillance

Cette section commente quelques premiers résultats sur le lien entre les relations de groupe et le risque financier. L'analyse se fonde sur l'identification des sociétés défaillantes, une société étant considérée comme défaillante dès lors qu'elle a fait l'objet d'une procédure de faillite au cours des trois années qui ont suivi la date de clôture de ses comptes annuels⁽¹⁾. L'analyse s'est portée sur les comptes annuels relatifs à l'exercice comptable 2013,

et donc sur les défaillances survenues en 2014, 2015 et 2016. Les taux de défaillance observés sur cette base peuvent être interprétés comme une estimation du risque de faillite à trois ans.

Le graphique 14 présente les taux de défaillance observés en fonction des caractéristiques de groupe des entreprises, telles que définies ci-dessus. On peut essentiellement en conclure que, toutes autres choses étant égales par ailleurs, (a) le risque de défaillance est sensiblement plus faible pour les sociétés faisant partie d'un groupe, en particulier dans le cas des sociétés détentrices de participations, et (b) le risque de défaillance suit une tendance baissière quand la taille du groupe augmente. Ces conclusions valent pour la grande majorité des branches de l'économie. Certes, les différences de taux peuvent a priori sembler peu prononcées, en raison du faible pourcentage de faillites enregistrées chaque année en Belgique⁽²⁾. Toujours est-il que, par exemple, le taux chute de plus de moitié entre les entreprises isolées (taux de 2,35 %) et les entreprises détentrices de participations (1,03 %). Dans le même ordre d'idées, le taux est proche de zéro pour les groupes comprenant plus de dix sociétés.

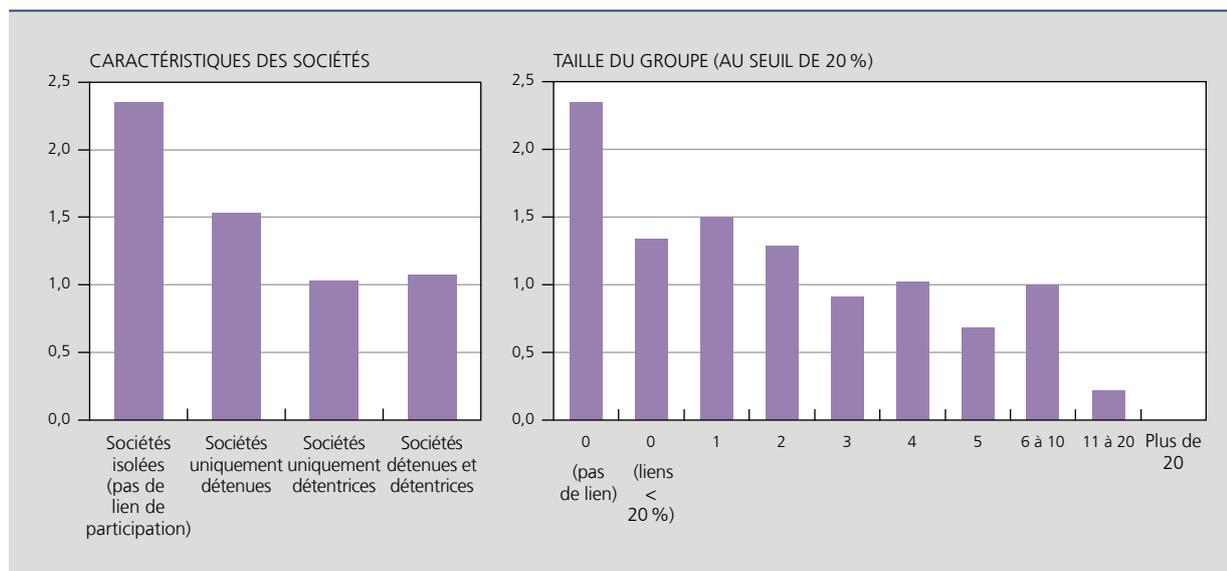
Les variables de groupe ont par ailleurs été testées dans l'environnement multivarié de l'indicateur de santé financière utilisé par la Centrale des bilans dans ses dossiers d'entreprise. Ces premiers tests ont montré que l'ajout de telles variables dans le modèle existant permet d'en

(1) Il s'agit de la définition utilisée lors du développement de l'indicateur de santé financière inclus dans le dossier d'entreprise de la Centrale des bilans.

(2) Le propre de la plupart des analyses de risque est d'ailleurs de prévoir des événements peu fréquents.

GRAPHIQUE 14 ÉVOLUTION DU RISQUE DE DÉFAILLANCE EN FONCTION DES LIENS DE PARTICIPATION

(taux de défaillance observé à trois ans, pour les sociétés ayant déposé des comptes annuels relatifs à l'exercice comptable 2013)



Source : BNB.

améliorer la qualité prédictive. Des travaux plus approfondis devraient donc être menés sur ce thème.

Conclusion

La transposition en droit belge de la directive européenne relative aux états financiers a eu un impact significatif sur l'interprétation statistique des comptes annuels. Entre autres, les nouvelles dispositions refondent considérablement les notions de grande et de petite entreprise au sens du Code des sociétés; elles modifient également le contenu des comptes annuels ainsi que le traitement comptable de certaines rubriques, parmi lesquelles les frais de recherche et les résultats exceptionnels. Applicables aux exercices comptables débutant après le 31 décembre 2015, ces nouveautés créent une rupture de série inédite dans les données de la Centrale des bilans.

Certains enseignements généraux peuvent toutefois être tirés des comptes annuels relatifs à 2016. Si on neutralise l'impact du mode d'amortissement des frais de recherche, ainsi que certaines opérations ponctuelles de multinationales sans incidence sur l'activité économique réelle, la croissance du résultat d'exploitation agrégé a été très stable en 2016, en termes tant bruts que nets. Cette stabilité reflète un contexte conjoncturel combinant, d'une part, une croissance modérée de l'activité et, d'autre part, une évolution favorable des principaux coûts supportés par les entreprises (notamment les salaires et les achats de matières premières). Dans l'ensemble, la rentabilité est elle aussi demeurée assez stable en 2016: si la plupart des ratios de rentabilité ont légèrement progressé en termes globalisés, les mesures de distribution n'ont guère révélé d'amélioration.

En ce qui concerne la solvabilité, les dernières années ont surtout été marquées par un net relèvement des ratios médians des PME. Ce mouvement de fond a manifestement été causé par les modifications apportées au traitement fiscal des bonis de liquidation, qui ont incité les petites entreprises à conserver les bénéfices taxés en leur sein, d'abord sous la forme de capital social, ensuite sous la forme de réserves spécifiques, dites «de liquidation». Si les principales mesures de solvabilité reflètent une amélioration régulière, il ne faut pas perdre de vue que 17% des entreprises examinées sont dans une situation de capitaux propres négatifs, ce qui constitue un clignotant financier considérable. Les statistiques de faillites indiquent d'ailleurs un regain de vulnérabilité au cours des derniers mois: après trois années de recul, le nombre de faillites est en effet reparti à la hausse à partir du troisième trimestre de 2016.

Suivant la tendance observée depuis l'éclatement de la crise financière, les charges d'intérêts se sont à nouveau allégées en 2016, dans un contexte de politique monétaire toujours très accommodante. Combinée au degré élevé d'utilisation des capacités de production et à l'importance des réserves de trésorerie, la persistance de taux d'intérêt faibles est de nature à favoriser les efforts d'investissement des entreprises. À cet égard, il apparaît que le taux de renouvellement des immobilisations corporelles de la plupart des firmes, bien que toujours significativement inférieur aux niveaux en vigueur avant la récession de 2008-2009, tend à se redresser depuis plusieurs années.

La dernière partie de l'article propose un éclairage sur les relations de participation entre les entreprises, telles qu'elles sont déclarées dans l'annexe de leurs comptes annuels. Parmi les principales conclusions dérivées de cette analyse, on note que les liens de participation sont généralement étroits: dans près de deux tiers des cas, les participations sont en effet majoritaires. On remarque également une intensification des relations de groupe au cours des 20 dernières années, qui reflète une tendance générale à la multiplication des structures juridiques, les entreprises étant devenues plus enclines à créer des sociétés distinctes par fonction ou par activité. Si ce mouvement a concerné toutes les branches d'activité, il a été tout particulièrement alimenté par de nombreuses créations de sociétés dans des domaines qui, par nature, sont propices aux liens de participation: il s'agit principalement des sociétés dites «de management» ainsi que des sièges sociaux et des holdings. Les sociétés de ces branches occupent généralement peu de travailleurs et génèrent relativement peu de valeur ajoutée car elles répondent le plus souvent à des considérations d'ordre juridique, financier ou fiscal. Au contraire, dans les branches traditionnelles de l'économie belge (telles que l'industrie, le commerce, la construction, etc.), les sociétés qui ont des liens de participation occupent en moyenne nettement plus de personnel. Il convient de noter que les comptes annuels de nombreuses grandes entreprises commerciales ou industrielles présentent aujourd'hui un caractère hybride avec, d'une part, un actif principalement composé d'immobilisations financières et, d'autre part, un compte de résultats toujours largement déterminé par le résultat d'exploitation (et donc par les activités productives).

En combinant les données de départ déclarées par les entreprises, l'analyse a également permis de reconstituer des groupes de sociétés. Ce travail montre notamment que la grande majorité des sociétés ayant des liens de participation appartiennent à de très petits ensembles, alors qu'une minorité d'entreprises font partie de

groupes de très grande ampleur. Enfin, quelques premiers résultats sont commentés quant à la relation qui existe entre liens de participation et risque financier. On observe à cet égard que le risque de faillite est sensiblement plus faible pour les sociétés faisant partie d'un groupe, notamment dans le cas des sociétés détentrices de participations, et que ce risque tend à baisser quand la taille du groupe augmente.

ANNEXES

ANNEXE 1 DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé ⁽¹⁾
1. Marge brute sur ventes		
Numérateur ⁽²⁾ (N)	9901 + 630 + 631/4 + 635/7	9901 + 630 + 631/4 + 635/7
Numérateur ⁽³⁾ (N)	9901 – 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8	9901 – 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8
Dénominateur (D)	70 + 74 – 740	70
Condition de calcul du ratio: Schémas abrégés: D > 0		
2. Marge nette sur ventes		
Numérateur ⁽²⁾ (N)	9901 + 9125	9901 + 9125
Numérateur ⁽³⁾ (N)	9901 – 76A + 66A + 9125	9901 – 76A + 66A + 9125
Dénominateur (D)	70 + 74 – 740	70
Condition de calcul du ratio: Schémas abrégés: D > 0		
3. Rentabilité brute des actifs d'exploitation		
Numérateur ⁽²⁾ (N)	9901 + 630 + 631/4 + 635/7	9901 + 630 + 631/4 + 635/7
Numérateur ⁽³⁾ (N)	9901 – 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8	9901 – 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8
Dénominateur (D)	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1
Conditions de calcul du ratio: Exercice comptable de 12 mois D > 0 ⁽⁴⁾		
4. Rentabilité nette des actifs d'exploitation		
Numérateur ⁽²⁾ (N)	9901	9901
Numérateur ⁽³⁾ (N)	9901 – 76A + 66A	9901
Dénominateur (D)	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1
Conditions de calcul du ratio: Exercice comptable de 12 mois D > 0 ⁽⁴⁾		
5. Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges financières		
Numérateur ⁽²⁾ (N)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134	9904 + 65 – 9126 + 67/77
Numérateur ⁽³⁾ (N)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134	9904 + 65 – 67/77
Dénominateur (D)	20/58	20/58
Condition de calcul du ratio: Exercice comptable de 12 mois		

(1) Les formules indiquées pour les exercices débutant après le 31 décembre 2015 sont également valables pour le schéma micro.

(2) Exercices débutant avant le 1^{er} janvier 2016.

(3) Exercices débutant après le 31 décembre 2015.

(4) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.

ANNEXE 1 DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS (suite 1)

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé ⁽¹⁾
6. Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges financières, hors résultats exceptionnels		
Numérateur ⁽²⁾ (N)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Numérateur ⁽³⁾ (N)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76A – 76B + 66A + 66B	9904 + 65 + 67/77 – 76A – 76B + 66A + 66B
Dénominateur (D)	20/58	20/58
Condition de calcul du ratio: Exercice comptable de 12 mois		
7. Rentabilité nette des capitaux propres		
Numérateur (N)	9904	9904
Dénominateur (D)	10/15	10/15
Conditions de calcul du ratio: Exercice comptable de 12 mois D > 0 ⁽⁴⁾		
8. Rentabilité nette des capitaux propres, hors résultats exceptionnels		
Numérateur ⁽²⁾ (N)	9904 – 76 + 66	9904 – 76 + 66
Numérateur ⁽³⁾ (N)	9904 – 76A – 76B + 66A + 66B	9904 – 76A – 76B + 66A + 66B
Dénominateur (D)	10/15	10/15
Conditions de calcul du ratio: Exercice comptable de 12 mois D > 0 ⁽⁴⁾		
9. Degré d'indépendance financière		
Numérateur (N)	10/15	10/15
Dénominateur (D)	10/49	10/49
10. Degré d'autofinancement		
Numérateur (N)	13 + 14	13 + 14
Dénominateur (D)	10/49	10/49
11. Charges d'intérêts moyennes des dettes financières		
Numérateur ⁽²⁾ (N)	650	65 – 9125 – 9126
Numérateur ⁽³⁾ (N)	650	65
Dénominateur (D)	170/4 + 8801 + 43	170/4 + 42 + 43
Condition de calcul du ratio: Exercice comptable de 12 mois		

(1) Les formules indiquées pour les exercices débutant après le 31 décembre 2015 sont également valables pour le schéma micro.

(2) Exercices débutant avant le 1^{er} janvier 2016.

(3) Exercices débutant après le 31 décembre 2015.

(4) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.

ANNEXE 1 DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS (suite 2)

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé ⁽¹⁾
12. Taux de renouvellement des immobilisations corporelles		
Numérateur (N)	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Dénominateur (D)	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
D > 0 ⁽⁴⁾		

(1) Les formules indiquées pour les exercices débutant après le 31 décembre 2015 sont également valables pour le schéma micro.

(2) Exercices débutant avant le 1^{er} janvier 2016.

(3) Exercices débutant après le 31 décembre 2015.

(4) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.

ANNEXE 2 REGROUPEMENTS SECTORIELS

	Divisions NACE-BEL 2008
Industrie manufacturière	10-33
Construction	41-43
Énergie, eau et déchets	35-39
Commerce de gros ⁽¹⁾	46
Commerce de détail ⁽¹⁾	47
Transport et entreposage	49-53
Hébergement et restauration	55-56
Information et communication	58-63
Activités immobilières	68
Services aux entreprises ⁽²⁾	69-82

(1) À l'exclusion du commerce de véhicules automobiles.

(2) À l'exclusion des activités de sièges sociaux (70 100).

ANNEXE 3 RENTABILITÉ DES CAPITAUX PROPRES PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(pourcentages, données globalisées)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Total	1,3	9,9	10,2	14,7	13,6	14,4	7,8	9,5	10,0	7,6	7,2	5,7	6,8	7,0	7,5
dont:															
Industrie manufacturière	4,2	7,8	10,9	19,8	14,8	16,5	9,7	13,3	13,3	8,7	10,7	4,9	7,0	9,7	9,3
Construction	4,6	7,7	9,7	11,3	15,1	15,2	10,2	9,7	9,5	10,5	8,5	7,8	7,7	9,6	7,3
Énergie, eau et déchets	19,6	22,1	13,3	15,7	17,1	11,8	4,7	10,0	6,0	5,4	1,2	-1,6	3,8	-1,2	-1,4
Commerce de gros ⁽¹⁾	4,0	9,2	13,4	13,6	14,9	13,0	6,8	9,5	7,7	6,5	6,5	5,5	8,9	5,6	6,0
Commerce de détail ⁽¹⁾	4,1	6,4	11,6	9,2	7,6	14,0	8,8	15,5	9,7	10,2	8,8	9,7	4,3	9,8	11,9
Transport et entreposage	-0,6	4,5	16,6	20,9	11,5	14,5	18,0	2,3	10,1	-2,4	6,3	5,9	6,9	10,3	7,7
Hébergement et restauration	-2,9	-1,7	-9,5	-0,7	11,5	6,5	0,9	-1,7	3,6	3,5	-1,0	1,9	4,3	2,1	7,0
Information et communication	-44,0	21,0	9,9	13,2	15,6	14,2	3,5	10,4	18,3	14,4	15,1	11,9	14,0	14,0	7,5
Activités immobilières	1,9	2,7	4,7	5,5	8,1	9,1	5,0	4,1	6,5	4,4	4,5	5,7	4,6	5,0	5,9
Services aux entreprises ⁽²⁾	4,8	6,8	8,4	12,3	13,6	18,6	6,8	9,2	9,4	9,5	6,7	8,4	8,3	7,1	9,7

Source : BNB.

(1) À l'exclusion du commerce de véhicules automobiles.

(2) À l'exclusion des activités de sièges sociaux.

ANNEXE 4 DEGRÉ D'INDEPENDANCE FINANCIERE PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(pourcentages, données globalisées)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Total	36,4	34,6	34,3	35,7	37,2	37,8	36,9	38,4	39,1	41,6	42,4	42,5	42,7	42,0	40,6
dont:															
Industrie manufacturière	34,5	34,3	32,2	34,0	37,2	37,6	36,4	39,7	39,0	41,0	42,9	42,7	42,5	38,8	37,3
Construction	29,2	31,0	32,9	32,8	33,5	33,0	34,5	32,4	32,4	31,5	34,4	35,5	35,5	35,4	36,7
Énergie, eau et déchets	43,2	34,3	33,4	32,6	34,8	26,2	28,7	28,8	32,3	47,7	44,7	44,5	47,4	49,8	44,1
Commerce de gros ⁽¹⁾	27,0	28,3	30,1	30,6	34,0	35,2	36,8	38,7	44,3	45,0	42,5	42,9	42,3	44,1	44,3
Commerce de détail ⁽¹⁾	34,9	31,4	37,9	37,8	36,8	35,3	34,2	36,1	34,8	35,3	36,5	36,7	36,9	35,9	36,2
Transport et entreposage	24,0	25,8	24,3	34,1	34,2	34,9	35,7	35,9	35,3	34,2	35,8	35,4	32,5	33,6	34,4
Hébergement et restauration	22,3	24,8	27,9	26,1	32,7	28,8	39,4	34,7	33,9	33,9	33,7	35,0	38,2	39,6	41,7
Information et communication	44,6	45,4	43,8	44,4	33,2	33,2	31,7	26,8	29,3	29,0	29,2	28,4	29,1	29,3	32,8
Activités immobilières	36,4	34,2	32,6	31,8	34,4	40,7	36,9	35,3	37,7	39,2	40,8	41,1	40,5	41,2	41,2
Services aux entreprises ⁽²⁾	45,0	34,7	36,3	38,1	38,3	42,8	37,0	46,7	43,3	46,0	47,6	47,3	47,9	48,3	44,7

Source : BNB.

(1) A l'exclusion du commerce de véhicules automobiles.

(2) A l'exclusion des activités de sièges sociaux.

ANNEXE 5 CHARGES D'INTÉRÊTS MOYENNES DES DETTES FINANCIÈRES PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(pourcentages, médianes, grandes entreprises)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Total	6,0	5,7	5,4	5,3	5,4	5,9	6,3	5,5	4,9	4,8	4,5	4,2	4,0	3,6	3,4
dont:															
Industrie manufacturière	5,9	5,7	5,3	5,2	5,2	5,8	6,2	5,4	4,8	4,6	4,4	4,1	3,9	3,3	3,1
Construction	6,0	5,6	5,3	5,2	5,2	6,1	6,3	5,5	4,9	4,6	4,4	4,0	3,9	3,5	3,4
Énergie, eau et déchets	5,7	5,3	4,5	4,7	4,7	5,1	5,7	4,5	4,1	4,6	4,6	4,5	4,5	4,4	4,0
Commerce de gros ⁽¹⁾	5,8	5,5	5,2	5,2	5,5	6,2	6,4	5,3	4,6	4,5	4,2	4,0	3,7	3,4	3,3
Commerce de détail ⁽¹⁾	6,7	6,5	5,9	5,9	5,8	6,2	6,3	6,0	5,4	5,3	4,9	4,7	4,5	3,9	3,8
Transport et entreposage	6,1	5,9	5,6	5,4	5,2	5,5	5,9	5,6	5,2	5,0	4,6	4,1	3,9	3,5	3,1
Hébergement et restauration	6,3	6,1	5,8	5,4	5,4	5,9	6,9	6,0	5,5	5,6	5,0	4,1	4,2	3,5	3,6
Information et communication	6,7	6,3	6,3	6,0	6,1	6,3	7,1	6,3	6,2	5,7	5,4	5,3	5,1	4,9	4,7
Activités immobilières	5,4	4,8	5,0	4,9	5,1	5,3	5,7	5,1	4,9	4,8	4,5	3,9	3,8	3,6	3,5
Services aux entreprises ⁽²⁾	5,9	5,7	5,4	5,3	5,5	6,0	6,5	5,9	5,3	5,2	5,0	4,5	4,2	3,8	3,4

Source : BNB.

(1) À l'exclusion du commerce de véhicules automobiles.

(2) À l'exclusion des activités de sièges sociaux.

ANNEXE 6 TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(pourcentages, données globalisées)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Total	23,2	22,8	23,3	25,3	24,1	26,0	26,1	21,2	19,3	21,6	20,2	19,4	19,8	19,4	20,2
dont:															
Industrie manufacturière	24,6	24,0	23,4	23,3	24,4	27,5	26,4	21,4	20,0	21,8	23,5	21,8	23,4	24,9	25,0
Construction	25,7	23,7	22,2	24,7	27,2	31,8	31,2	27,0	21,6	25,8	20,9	19,1	19,1	19,6	18,7
Énergie, eau et déchets	11,2	10,4	15,7	16,3	11,4	13,1	17,9	25,7	18,3	15,9	15,0	16,2	10,7	11,4	16,7
Commerce de gros ⁽¹⁾	31,4	26,8	27,8	28,1	31,2	30,8	28,5	22,4	22,4	24,6	22,8	21,7	21,5	20,5	21,8
Commerce de détail ⁽¹⁾	28,0	24,6	25,2	25,7	25,9	26,4	25,6	22,7	22,4	31,8	22,5	20,4	21,2	21,5	22,0
Transport et entreposage	26,4	22,7	26,9	49,9	23,4	26,9	26,3	20,5	19,1	17,2	14,6	16,3	22,2	18,8	19,9
Hébergement et restauration	15,9	14,2	16,0	16,0	17,3	21,1	21,3	15,3	16,0	15,2	15,6	12,9	13,5	13,7	15,6
Information et communication	21,8	20,0	22,0	26,3	26,8	25,6	32,8	21,3	18,8	24,8	24,7	27,5	27,5	24,4	23,9
Activités immobilières	10,5	12,8	12,3	12,3	12,5	12,9	15,5	11,9	10,9	11,7	11,7	11,3	12,5	10,9	11,5
Services aux entreprises ⁽²⁾	29,1	30,1	31,9	30,5	30,6	32,0	31,7	26,0	26,4	33,4	29,8	26,1	25,5	26,0	27,6

Source : BNB.

(1) A l'exclusion du commerce de véhicules automobiles.

(2) A l'exclusion des activités de sièges sociaux.

Abstracts from the Working Papers series

328. Firm heterogeneity and aggregate business services exports: Micro evidence from Belgium, France, Germany and Spain, by A. Ariu, E. Biewen, S. Blank, G. Guillaume, M.J. Gonzales, Ph. Meinen, D. Mirza, C. Martin, P. Tello, September 2017

The paper uses detailed micro data on service exports at the firm-destination-service level to analyse the role of firm heterogeneity in shaping aggregate service exports in Belgium, France, Germany and Spain from 2003 to 2007. The authors decompose the level and the growth of aggregate service exports into different trade margins paying special attention to firm heterogeneity within countries. They find that the weak export growth of France is at least partly due to poor performance by small exporters. By contrast, small exporters are the most dynamic contributors to the aggregate exports of Belgium, Germany and Spain. Their results highlight the importance of firm heterogeneity in understanding aggregate export growth.

329. The interconnections between services and goods trade at the firm-level, by A. Ariu, H. Breinlichz, G. Corcosx, G. Mion, October 2017

In the paper the authors study how international trade in goods and services interact at the firm level. Using a rich dataset on Belgian firms during the period 1995-2005, they show that: i) firms are much more likely to source services and goods inputs from the same origin country rather than from different ones; ii) increases in barriers to imports of goods reduce firm-level imports of services from the same market, and conversely. They build upon a discrete-choice model of goods and services input sourcing that can reproduce these facts to design our econometric strategy. The results suggest that a liberalization of service trade has direct and sizable effects on goods trade and vice-versa. Moreover, sourcing goods and services from the same origin brings substantial complementarities to both.

330. Why do manufacturing firms produce services? Evidence for the servitization paradox in Belgium, by P. Blanchard, C. Fuss, C. Mathieu, November 2017

The increasing role of services in GDP results from the growing share of service industries, but also from the fact that firms produce services along with goods. The paper investigates the determinants of service provision by manufacturing firms. First, it develops a model of differentiated products with, on the demand side, complementarities between the firm's goods and services, and, on the supply side, rivalry in the allocation of expertise between the production of goods and the provision of services. Second, it provides an econometric assessment of the determinants of servitization for manufacturing firms, using a fractional Probit model with heterogeneity, controlling for endogeneity with respect to unobserved firm characteristics. Both the theoretical model and empirical estimates point to a non-linear relationship between servitization and firm productivity. The relationship is further shaped by the sector environment as well as intrinsic characteristics of the goods and services supplied.

Signes conventionnels

%	pour cent
cf.	confer
etc.	et cætera
p.m.	pour mémoire

Liste des abréviations

Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LT	Lituanie
LV	Lettonie
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
EA	Zone euro
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
HR	Croatie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE	Union européenne
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
CH	Suisse

IS	Islande
JP	Japon
NO	Norvège
US	États-Unis

Autres

APP	Asset purchase programme – Programme d’achats d’actifs
ASBL	Association sans but lucratif
BB	Solde budgétaire nominal
BCE	Banque centrale européenne
BFP	Bureau fédéral du plan
BNB	Banque nationale de Belgique
CE	Commission européenne
CIR	Code des impôts sur les revenus
CNC	Commission des normes comptables
CPB	Centraal Planbureau (Pays-Bas)
DFR	Deposit Facility Rate
DGS	Direction générale Statistique
EC	European Commission
ECB	European Central Bank
EONIA	Euro Overnight Index Average
ETP	Équivalent temps plein
EVA	Échanges en valeur ajoutée
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FMI	Fonds monétaire international
ICN	Institut des comptes nationaux
IDE	Investissement direct étranger
IMF	International Monetary Fund
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISBL	Institution sans but lucratif
ISOC	Impôt des sociétés
MES	Mécanisme européen de stabilité
MESF	Mécanisme européen de stabilité financière
MNI	Marge nette d’intérêts
MRU	Mécanisme de résolution unique
MSU	Mécanisme de surveillance unique
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne
NACE-BEL	Nomenclature des activités économiques dans la Communauté européenne appliquée à la Belgique
NBER	National Bureau of Economic Research
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques

OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OG	Output gap
OMT	Opération monétaire sur titres
OMT	Objectif à moyen terme
ONEM	Office national de l'emploi
ONU	Organisation des Nations unies
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PDF	Portable document format
PDM	Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petite et moyennes entreprises
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PTF	Productivité totale des facteurs
R&D	Recherche et développement
SB	Solde budgétaire structurel
SEAD	Système européen d'assurance des dépôts
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SOUT	Solde budgétaire soutenable
SOWALFIN	Société Wallonne de Financement et de Garantie des Petites et Moyennes Entreprises
S&P	Standard and Poor's
SPF	Service public fédéral
SRIW	Société Régionale d'Investissement de Wallonie
TFUE	Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operation – Opération de refinancement à plus long terme ciblée
TSCG	Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UEM	Union économique et monétaire
ZLB	Zero lower bound

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 publication

Pierre Crevits

Chef du département Secrétariat général et communication

Tél. +32 2 221 30 29
pierre.crevits@nbb.be

© Illustrations: Banque nationale de Belgique
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image
Publié en décembre 2017

