

Revue économique

Juin 2015



© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés.

La reproduction de cette publication, en tout ou en partie, à des fins éducatives et non commerciales est autorisée avec mention de la source.

ISSN 1372-3162

Table des matières

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE – PRINTEMPS 2015	7
LA RELATION ENTRE CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET EMPLOI	33
DÉCOMPOSITION DE LA DYNAMIQUE DES ÉCARTS DE TAUX SOUVERAINS DANS LA ZONE EURO	55
ANALYSE DE LA POLITIQUE D’ASSAINISSEMENT DES FINANCES PUBLIQUES BELGES	77
DÉFLATION AU JAPON, ABENOMICS ET LEÇONS POUR LA ZONE EURO	101
SUMMARIES OF ARTICLES	127
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	131
SIGNES CONVENTIONNELS	135
Liste des abréviations	137

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2015

Introduction

Depuis la clôture des projections d'automne publiées en décembre 2014, l'environnement extérieur de l'économie belge a été profondément modifié. Ainsi, le cours du pétrole n'a pas atteint un creux comme prévu, mais a continué de diminuer à un rythme accéléré. En dépit de la tendance à la hausse observée depuis le début du printemps, le pétrole est à présent nettement meilleur marché, tant en dollars des États-Unis qu'en euros, que ne le prévoyaient les projections d'automne basées sur les contrats à terme conclus alors sur les marchés internationaux. En outre, la politique monétaire a poursuivi son assouplissement, non seulement dans la zone euro, mais également dans quelques autres zones. En janvier 2015, la BCE a en effet décidé d'élargir considérablement le programme d'achats existant de certains titres en acquérant également des obligations du secteur public, et ce à partir de mars 2015. Son intention est de procéder à des achats combinés d'actifs privés et publics à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusqu'en septembre 2016 et ce, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs de la BCE constate un changement persistant dans l'évolution de l'inflation, qui soit conforme à son objectif à moyen terme d'atteindre un taux d'inflation inférieur à, mais proche de, 2%.

Sous l'effet notamment de cette nouvelle orientation de la politique monétaire et des attentes y afférentes, les marchés financiers ont subi des fluctuations importantes. D'une part, la valeur de l'euro a continué de diminuer fortement, principalement depuis le début de 2015, ce qui se traduit par exemple par un cours du dollar inférieur, pour le premier trimestre de 2015, de près de 10% au niveau pris en compte dans les projections de printemps. D'autre part, les taux de marché ont

poursuivi leur recul jusqu'à des niveaux inhabituellement bas, une baisse qui s'est répercutée plus largement que précédemment sur les taux applicables aux prêts accordés aux ménages et aux entreprises. En parallèle, les bourses ont connu une forte hausse depuis le début de cette année. La reprise sensible sur les marchés financiers a cependant été suivie d'une période de grande volatilité au début du mois de mai, lorsque les cours des obligations ont affiché un net repli et que les cours des actions ont enregistré une correction limitée, tant en Europe qu'ailleurs dans le monde. De même, l'euro s'est quelque peu réapprécié depuis la mi-avril. Ces évolutions récentes peuvent suggérer que la réaction initiale des marchés financiers à l'assouplissement quantitatif de la BCE a été, dans une certaine mesure, exagérée, mais également que les anticipations des marchés concernant la croissance et l'inflation futures dans la zone euro augmentent progressivement par rapport à celles d'autres zones. L'évolution récente des taux d'intérêt et du taux de change de l'euro, en lien avec la politique monétaire, sont présentées de manière plus détaillée dans l'encadré 1 du présent article.

Les perspectives de croissance pour la zone euro se sont en effet améliorées depuis les projections d'automne, comme l'indique notamment la mise à jour de ces estimations publiée en mars 2015 par la BCE. Les dernières statistiques trimestrielles confirment également la poursuite de la reprise de l'économie européenne. Selon la première estimation « flash », la croissance dans la zone euro au cours du premier trimestre de cette année s'est raffermie et, d'après les premières indications, ce rebond est notamment influencé par la forte progression de la consommation privée. En outre, la croissance européenne est plus généralisée : les économies française et italienne, qui ont

quasiment stagné au cours de ces derniers trimestres, affichent par exemple une croissance plus élevée, tandis qu'à Chypre, la profonde récession a pris fin. En revanche, l'activité dans certains pays plus petits de la zone euro, comme la Grèce et certains pays baltes, s'est encore contractée. L'incertitude entourant l'issue des négociations avec les créanciers internationaux dans le premier cas et les tensions géopolitiques avec la Russie dans le second ont incontestablement joué un rôle à cet égard.

La reprise légèrement plus importante de l'économie européenne doit être considérée comme un mouvement de rattrapage, qui s'explique par la forte baisse du cours de l'euro et par des effets de confiance positifs, dans lequel c'est principalement la consommation privée qui semble s'être accrue en raison de l'impact favorable du recul des cours du pétrole sur les revenus réels des ménages. Au niveau mondial, en revanche, les perspectives de croissance n'ont pas été revues à la hausse. Le rythme de croissance dans certains pays avancés importants s'est même nettement dégradé, alors que le ralentissement enregistré dans certaines économies émergentes, dont la Chine, est plus significatif que prévu. En outre, les échanges internationaux semblent être nettement moins tirés par la croissance : l'intensité en commerce de la croissance mondiale demeure singulièrement basse, comme l'indiquaient déjà les projections d'automne.

L'environnement lié à la politique intérieure n'a guère changé par rapport aux projections d'automne. En effet, les mesures annoncées dans l'accord du gouvernement fédéral d'octobre 2014 étaient déjà presque intégralement reprises dans ces prévisions. Les modifications limitées qui ont été apportées sont principalement liées à de nouvelles informations sur la mise en œuvre précise de certaines mesures. C'est ainsi que la politique d'activation des chômeurs âgés et des chômeurs avec complément d'entreprise a été instaurée de manière plus progressive qu'annoncé précédemment, d'où une absence de hausse soudaine de la population active (et du taux de chômage) en janvier 2015, comme le suggéraient les projections d'automne. En outre, ces estimations tiennent compte d'une croissance salariale légèrement accrue en 2016, sur la base du projet d'accord interprofessionnel de janvier 2015 entériné par le gouvernement fédéral. Enfin, la mise en place du saut d'index a également été légèrement modifiée et retardée par rapport aux projections d'automne, mais les effets macroéconomiques estimés demeurent quasiment inchangés. De manière générale, la politique de maîtrise des coûts salariaux entraîne également une amélioration relativement importante de la compétitivité en matière

de coûts pour les entreprises belges exposées à la concurrence internationale dans ces projections.

Dans ce contexte, les projections de printemps actuelles, qui ont été clôturées le 20 mai 2015, indiquent également une reprise accrue pour la Belgique, qui est légèrement plus importante que ne le prévoyaient les projections d'automne. À cet égard, l'estimation de la croissance a été revue à la hausse, à 1,2 %, principalement pour 2015, bien que cela s'explique en partie par une révision à la hausse par l'ICN de certaines statistiques relatives à la croissance trimestrielle pour 2014. L'année prochaine, la croissance progresserait comme prévu, pour atteindre quelque 1,5 % et, pour 2017, dont la croissance a été estimée pour la première fois, une nouvelle accélération limitée de l'activité est attendue. À cet égard, il convient de rappeler la grande marge d'incertitude inhérente aux estimations pour des années plus éloignées. L'affermissement de la croissance est principalement soutenu par la progression des exportations nettes. C'est la conséquence non seulement de l'augmentation continue des débouchés étrangers pertinents pour la Belgique, selon les hypothèses techniques et extérieures communes sur lesquelles reposent les prévisions de l'Eurosystème et dont les principales sont décrites dans l'encadré 2 figurant au premier chapitre du présent article, mais également de l'amélioration de la compétitivité par la voie de la politique de modération salariale. Bien que cette dernière, comme l'indiquait l'article de décembre 2014 sur les dernières projections d'automne, pèse dans un premier temps sur la demande intérieure, l'incidence sur la croissance est meilleure à terme en raison de la progression des exportations.

La reprise économique et l'incidence favorable de la lente croissance des coûts salariaux continuent de se répercuter sur le marché du travail. Au cours de ces trois années, de 2015 à 2017, quelque 94 000 postes de travail supplémentaires seraient créés, et ce en dépit de la poursuite de la progression du taux de participation au-delà de la hausse de la population active. Le taux de chômage reviendrait donc graduellement à moins de 8 % en 2017, soit un taux encore supérieur au taux de chômage moyen observé depuis le début de ce siècle.

Au début de cette année, l'inflation a atteint un creux, principalement sous l'effet de la nette diminution des prix de l'énergie, mais est redevenue positive depuis avril 2015. Selon les projections actuelles, le rythme moyen de l'inflation progresserait à peine cette année par rapport à 2014, mais augmenterait à partir de 2016 pour atteindre près de 1,5 %. En raison des fortes variations des composantes volatiles, au niveau desquelles

l'incidence négative de la baisse des cours du pétrole fait peu à peu place à une contribution positive restreinte à l'inflation, cette évolution s'écarte quelque peu de celle de l'inflation sous-jacente. Cette dernière, qui s'est déjà significativement accrue au cours de ces derniers mois, demeurerait d'abord relativement élevée durant le reste de l'année en raison de l'incidence haussière d'un euro meilleur marché sur les prix à l'importation, qui s'observerait principalement dans les prix des biens industriels. Ensuite, l'inflation sous-jacente diminuerait peu à peu pour retomber à environ 1 %, sous l'influence de l'évolution très modérée des

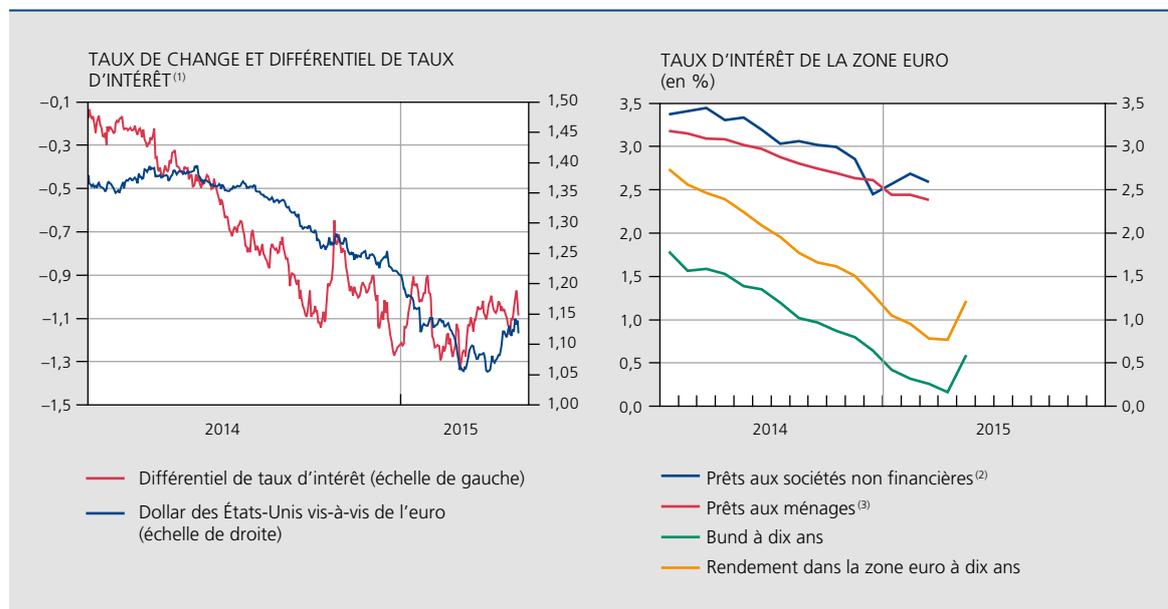
coûts salariaux. Ce n'est qu'en 2017 que la tendance sous-jacente de l'inflation serait à nouveau orientée à la hausse, reflétant principalement l'augmentation de la croissance salariale.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire reviendrait sous le seuil des 3 % du PIB cette année, principalement en raison de la réduction des charges d'intérêts et, dans une moindre mesure, des mesures de consolidation budgétaires. Selon les projections, le déficit continuerait de diminuer pour s'établir à près de 2 % du PIB en 2017, demeurant ainsi supérieur aux objectifs

Encadré 1 – Les hypothèses financières qui sous-tendent les projections et les récentes mesures de politique monétaire

Les projections présentées dans le présent article sont basées sur des hypothèses financières qui diffèrent considérablement de celles qui sous-tendaient les projections précédentes, publiées en décembre 2014. Le présent encadré examine plus en détail l'évolution de deux hypothèses financières – le taux de change de l'euro exprimé en dollars des États-Unis et le niveau des taux d'intérêt (à plus long terme) – qui sont essentielles pour les projections. En dépit d'une forte progression depuis mi-avril, ces deux indicateurs se sont nettement contractés au cours des mois précédents et s'établissent actuellement à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux prévus par les projections d'automne de 2014. Ces mouvements de baisse enregistrés au premier semestre de 2015 s'inscrivent

HYPOTHÈSES FINANCIÈRES



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Différence entre les OIS (Overnight Indexed Swaps, swaps indexés au jour le jour) anticipés à un an dans un an dans la zone euro et aux États-Unis. En point de pourcentage.

(2) Taux d'intérêt des prêts aux sociétés non financières assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans.

(3) Taux d'intérêt des prêts au logement assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à un an.

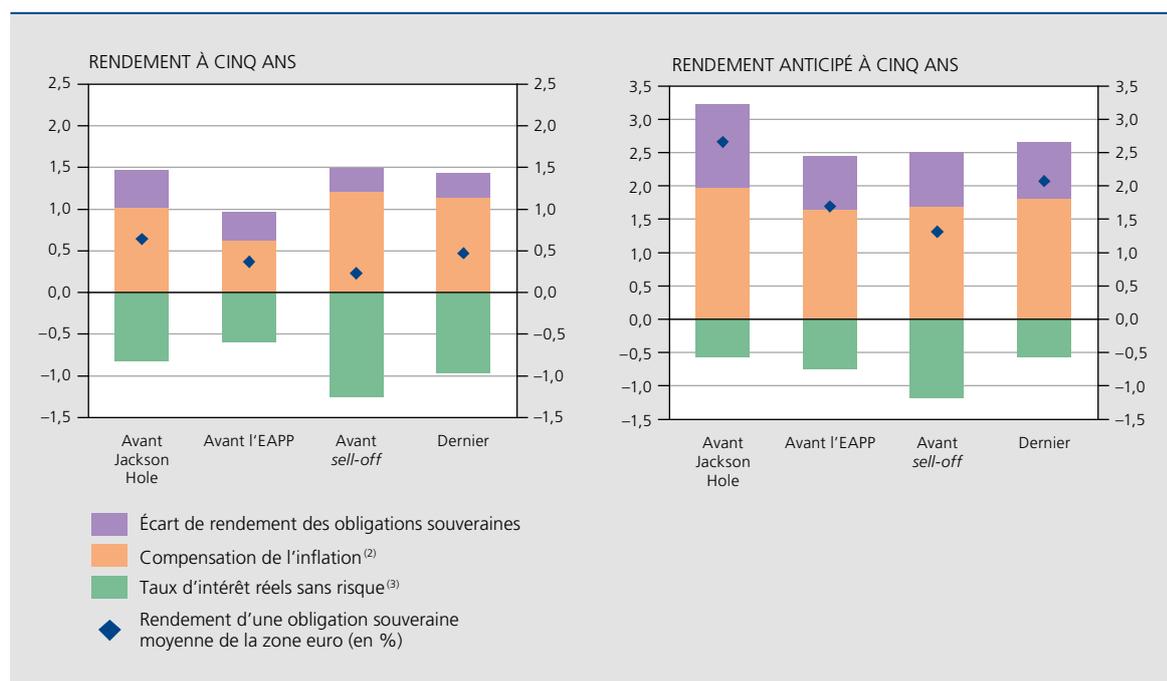
en fait dans une tendance à plus long terme, mais sont également liés à l'environnement de politique monétaire et, en particulier, au nouvel assouplissement récent de la politique monétaire dans la zone euro.

À cet égard, de nouvelles mesures bilanciées, à savoir le programme étendu d'achats d'actifs (Extended Asset Purchase programme – EAPP), ont été annoncées en janvier 2015 et mises en œuvre depuis mars 2015. Toujours conformément aux règles applicables à ces projections, ces mesures n'étaient évidemment pas incluses dans les projections de décembre 2014.

Après que deux diminutions des taux, en juin et en septembre 2014, avaient amené les taux directeurs à des minima historiques (et le taux de la facilité de dépôt à des niveaux négatifs), les mesures précitées ont contribué à un nouveau recul des taux d'intérêt de marché et, en particulier, des rendements des obligations souveraines à plus long terme. En effet, les rendements des obligations souveraines, qui s'étaient déjà inscrits en baisse, dans une certaine mesure sous l'effet des anticipations d'une telle mesure par la BCE, ont encore diminué après l'annonce du programme et, à nouveau, lors du lancement effectif des achats en mars 2015, retombant à des niveaux historiquement bas au cours des semaines suivantes. La forte baisse des rendements souverains – qui, associés à d'autres taux de marché, constituent la référence pour déterminer les taux sur d'autres marchés – s'est également reflétée dans les taux débiteurs bancaires. De même, le taux de change de l'euro a été vivement influencé par la politique monétaire de la zone euro. Par rapport au dollar des États-Unis, l'euro s'est déprécié de manière significative (de 18 %) entre mai 2014

DÉCOMPOSITION DE L'ÉVOLUTION DU RENDEMENT DE L'OBLIGATION SOUVERAINE À DIX ANS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(en point de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources: Bloomberg, BCE.

(1) Rendement d'une obligation souveraine composite de la zone euro incluant tous les émetteurs de toutes les notations. La décomposition présentée dans ces graphiques est la suivante: rendement dans la zone euro = compensation de l'inflation + taux d'intérêt réel sans risque + écart de rendement des obligations souveraines de la zone euro par rapport au taux d'intérêt sans risque.

(2) Compensation de l'inflation calculée à partir des taux des swaps indexés sur l'inflation.

(3) Taux des OIS corrigés de la compensation de l'inflation à l'horizon correspondant.

(4) Écart du rendement obligataire de la zone euro par rapport au taux d'intérêt sans risque (OIS) de l'échéance correspondante.

Avant Jackson Hole: moyenne au cours de la semaine du 18 au 22 août 2014.

Avant l'EAPP: moyenne au cours de la semaine du 12 au 16 janvier 2015.

Avant self-off: moyenne au cours de la semaine du 13 au 17 avril 2015.

Dernier: moyenne au cours de la semaine du 11 au 15 mai 2015.



et mai 2015, en raison des anticipations de taux d'intérêt de plus en plus divergentes entre ces deux devises. Il s'agit d'une conséquence des orientations divergentes de la politique monétaire entre les deux économies, les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire américaine coïncidant avec celles d'une accentuation de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la zone euro.

Toutefois, ces tendances, observées à la fois dans les rendements et dans le taux de change, ont été interrompues vers la mi-avril 2015. S'agissant du taux de change, une légère appréciation s'est accompagnée d'une réduction du différentiel entre les anticipations de taux d'intérêt pour la zone euro et les États-Unis, celles pour la zone euro ayant été revues à la hausse alors que celles pour les États-Unis ont été revues à la baisse.

De même, les obligations souveraines de la zone euro ont changé de cap au cours de la même période, les rendements s'accroissant sensiblement dans un laps de temps très court. Tandis que les rendements nominaux ont augmenté en mai, leur composition a considérablement varié. Une décomposition du rendement obligataire souverain à dix ans de la zone euro en différentes échéances et composantes peut apporter un éclairage sur cette évolution récente.

Comme mentionné ci-dessus, l'attente de nouvelles mesures accommodantes de politique monétaire par l'Eurosystème (suggérées par le président de la BCE, Mario Draghi, dans son discours de Jackson Hole d'août 2014), ainsi que l'annonce et le lancement consécutifs de l'EAPP, ont entraîné une forte diminution des rendements nominaux pour les échéances tant à court qu'à long termes. De plus, l'inversion du mouvement baissier des attentes d'inflation après l'annonce de l'EAPP a engendré des taux d'intérêts réels nettement plus négatifs, qui favorisent généralement les perspectives de croissance. Les variations des autres déterminants du rendement obligataire souverain de la zone euro (à savoir l'écart du rendement par rapport au taux d'intérêt sans risque) ont été minimes et ont relevé essentiellement d'un élargissement de l'écart négatif entre le taux d'intérêt réel sans risque et le rendement des obligations souveraines allemandes, en raison de l'offre relativement limitée de ces dernières au regard des montants des achats prévus par l'Eurosystème. Comme les attentes d'inflation n'ont guère varié, la récente poussée des taux d'intérêt a été principalement influencée par une hausse du taux d'intérêt réel implicite, en particulier sur le compartiment à plus long terme.

Le fait que les hausses aient été plus marquées sur le segment à plus long terme semble indiquer que les taux d'intérêt nominaux sur les échéances plus courtes sont demeurés bien ancrés, notamment grâce aux indications prospectives de la BCE. Il convient également de noter que les taux d'intérêt à la fois nominaux et réels demeurent à des niveaux inférieurs à ceux observés lors de l'été de 2014. En outre, il se peut que la hausse des rendements à long terme traduise des primes de terme moins négatives dans un contexte de correction des marchés après une progression très prononcée, et/ou de meilleures perspectives de croissance à long terme, qui se refléteraient également dans une augmentation des taux d'intérêt réels à plus long terme. En ce sens, ces évolutions ne doivent pas nécessairement être considérées de manière trop négative.

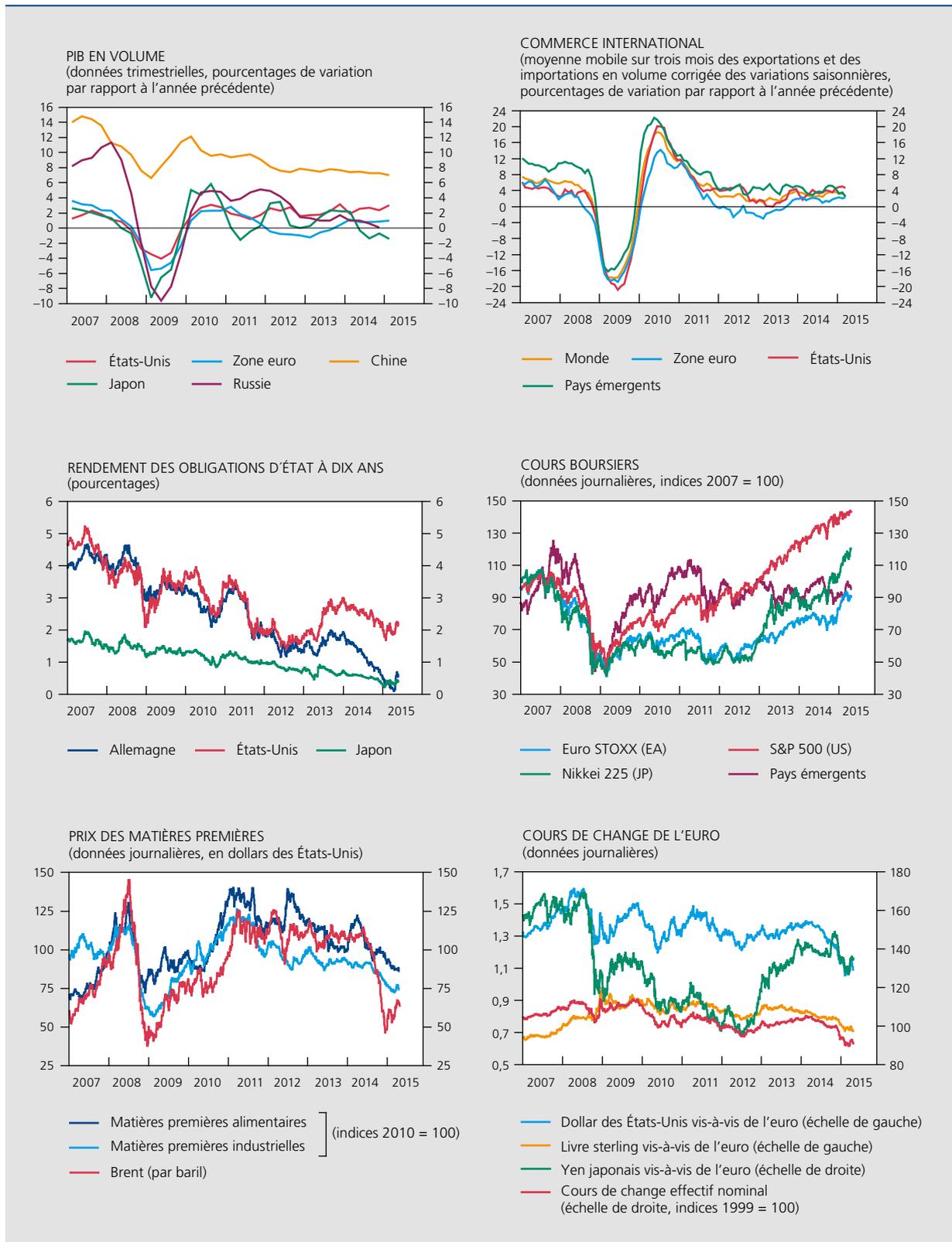
budgétaires nominaux actuels. Il convient de rappeler à cet égard que, conformément aux règles applicables aux exercices de projection réalisés par l'Eurosystème, il est tenu compte exclusivement des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au 20 mai 2015, au moment de la clôture de l'exercice. En outre, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles celles relatives à la lutte contre la fraude, peuvent s'écarter des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

La reprise soutenue et inégale de l'économie mondiale s'est poursuivie en 2014 et au début de 2015. L'activité a continué de progresser dans les économies avancées. Outre la politique monétaire accommodante, l'incidence positive de la baisse des cours du pétrole, notamment sur les revenus réels des ménages et sur la consommation

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION CONJONCTURELLE MONDIALE ET DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES



Sources : OCDE, CPB Wereldhandelsmonitor, Thomson Reuters Datastream.

privée, a, à cet égard, généralement constitué un important facteur de soutien. La croissance mondiale a toutefois été comprimée par l'essoufflement de l'activité dans plusieurs grands pays émergents ainsi que dans les pays exportateurs de pétrole. Au sein du groupe des économies avancées, la dynamique de croissance s'est récemment déplacée au profit de la zone euro.

Après avoir nettement rebondi dans le courant de 2014, l'activité économique aux États-Unis a légèrement reculé au premier trimestre de 2015, sous l'effet d'un dollar fort et d'une série de facteurs temporaires, tels le repli des investissements dans le secteur énergétique et des conditions météorologiques défavorables. Cela étant, la croissance demeure robuste aux États-Unis par rapport aux autres pays avancés. La reprise continue également de se dessiner sur le marché du travail, avec une augmentation constante de l'emploi et un recul du taux de chômage. La hausse modérée des salaires peut cependant encore attester une certaine sous-utilisation du potentiel de main-d'œuvre, ce qui se reflète en partie dans la persistance du nombre élevé de personnes travaillant involontairement à temps partiel.

Au Japon, la croissance économique reste très modeste. Après le fléchissement observé aux deuxième et troisième trimestres, qui a suivi le relèvement de la TVA en avril, mais qui a été plus marqué que prévu, l'activité s'est à nouveau raffermie – sur une base trimestrielle – à la fin de l'année dernière, quoique de manière limitée. Au premier trimestre de 2015, la confiance des consommateurs et les hausses salariales réelles ont alimenté la consommation privée, tandis que les dépenses d'investissement ont repris dans l'industrie manufacturière. Toutefois, l'importante contribution de la formation des stocks témoigne de la fragilité du redressement. Dans ce contexte, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de relance, qui, conjuguées à la baisse du yen, devraient continuer de soutenir la croissance.

Alors que la situation économique dans la zone euro est demeurée intrinsèquement fragile durant la majeure partie de 2014, l'activité a recommencé à y progresser à partir de la fin de l'année dernière. La reprise ayant encore gagné en vigueur au premier trimestre de cette année, les premières estimations font état d'une croissance de 0,4 % par rapport au trimestre précédent. L'économie de la zone euro a à cet égard également tiré profit des conditions de base favorables, comme le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt et le plongeon de l'euro, tous deux ayant été favorisés par la politique accommodante additionnelle de la BCE, sous la forme de l'assouplissement quantitatif précité. D'après les premières indications, l'accélération de la croissance est surtout soutenue par la demande

intérieure, et plus particulièrement par la consommation privée. L'amélioration de la confiance des consommateurs joue elle aussi un rôle à cet égard. Un redressement marqué et généralisé des investissements se fait cependant encore attendre. Pour remédier à l'atonie persistante des investissements, un programme d'investissement – l'Investment Plan for Europe – a été annoncé par la Commission européenne en novembre dernier: il vise à générer de nouveaux investissements pour un montant total de 315 milliards d'euros au cours des trois prochaines années.

Le rétablissement dans la zone euro est par ailleurs soutenu de plus en plus largement par les différents États membres. Ainsi, la croissance dans les pays dits périphériques de la zone euro avait déjà progressé en 2014. À cet égard, l'activité économique s'est encore considérablement renforcée en Espagne au premier trimestre de 2015, tandis que la reprise s'est également poursuivie au Portugal. En outre, l'activité a fortement bondi au premier trimestre de 2015 en France, après n'avoir affiché qu'une très légère hausse en 2014. En Italie également, où l'économie s'était encore quelque peu essoufflée en 2014, une augmentation du PIB réel a été à nouveau observée au premier trimestre. En revanche, la croissance en Allemagne et aux Pays-Bas s'est contractée dans une certaine mesure au premier trimestre, après s'être nettement accélérée au dernier trimestre de 2014. En Grèce, la reprise économique qui avait été enregistrée au cours des trois premiers trimestres de 2014 s'est encore interrompue. L'activité dans certains États baltes a, par ailleurs, dû faire face aux retombées négatives des relations tendues avec la Russie.

L'inflation dans la zone euro, qui avait commencé à baisser à partir de la fin de 2011, a également poursuivi son repli en 2014. Elle a finalement été négative en décembre, sous l'influence de la forte baisse des cours du pétrole, et a atteint un creux en janvier 2015 lorsque l'IPCH a reculé de 0,6 % sur une base annuelle. Elle est ensuite repartie légèrement à la hausse. L'on s'attend à ce qu'elle reste faible durant les mois à venir, avant de rebondir à nouveau à la fin de l'année. Cette progression serait soutenue par l'incidence des récentes mesures de politique monétaire de la BCE sur la demande et par l'effet de la dépréciation de l'euro ainsi que du redressement graduel attendu des cours du pétrole dans les prochaines années.

Bien que la situation sur le marché du travail reste extrêmement précaire dans plusieurs pays, une légère embellie est perceptible dans la zone euro. De plus, les différences entre États membres s'atténuent peu à peu, dans la mesure où les récentes augmentations de l'emploi ont largement été soutenues par des améliorations dans les pays

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

	2013	2014	2015 e	2016 e
	Réalizations		Projections	
PIB en volume				
Monde	3,3	3,4	3,5	3,9
dont:				
Pays avancés	1,3	1,8	2,3	2,5
États-Unis	2,2	2,4	3,1	3,0
Japon	1,6	0,0	1,1	1,4
Union européenne	0,0	1,4	1,8	2,1
Pays émergents	4,9	4,6	4,4	5,0
Chine	7,6	7,4	7,0	6,8
Inde	6,9	7,2	7,6	7,9
Russie	1,3	0,6	-3,5	0,2
Brésil	2,5	0,2	-0,9	1,3
<i>p.m. Importations mondiales</i>	3,1	2,6	3,8	5,1
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	1,5	1,6	0,4	2,2
Japon	0,4	2,7	0,5	0,9
Union européenne	1,5	0,6	0,1	1,5
Chine	2,6	2,0	2,5	3,0
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	7,4	6,2	5,4	5,0
Japon	4,0	3,6	3,6	3,5
Union européenne	10,9	10,2	9,6	9,2

Source : CE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

présentant les taux de chômage les plus élevés, comme l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Malgré une progression de l'emploi et un tassement des taux de chômage, la hausse des salaires dans la zone euro demeure encore limitée, sauf en Allemagne.

L'activité dans les pays émergents s'est encore modérée, bien que la situation diffère fortement selon les pays et les régions. Alors que la croissance s'est légèrement ralentie en Chine l'année dernière, elle a continué de progresser en Inde, même si les chiffres favorables pour l'Inde résultent en partie de révisions méthodologiques dans les données sous-jacentes. Dans l'attente que cette tendance se poursuive cette année également, l'Inde dépasserait ainsi la Chine en tant que principal pôle de croissance dans le groupe des grands pays émergents. Dans le contexte

de la décélération de la croissance et de la correction persistante sur le marché de l'immobilier résidentiel, les autorités chinoises ont pris des mesures visant à stimuler la croissance. À mesure que l'économie évolue vers un développement plus durable, ce processus s'accompagnera, selon toute vraisemblance, d'un tassement graduel de la croissance. Dans certains pays d'Amérique latine, la diminution des prix des matières premières depuis le milieu de l'année dernière a pesé sur l'activité. Alors que la croissance a également été mise sous pression en Russie du fait de la chute des cours du pétrole, les tensions géopolitiques, les sanctions internationales et les turbulences sur les marchés financiers à la fin de l'année dernière y ont aussi joué un rôle majeur.

Le redressement du commerce mondial observé à partir de la seconde moitié de l'année dernière a à nouveau quelque peu perdu en vigueur au début de cette année, sur fond de repli des volumes d'importations dans les pays émergents, notamment en Chine, en Russie et dans les pays exportateurs de pétrole. Même si, selon les prévisions, le commerce mondial devrait s'affermir à mesure que l'économie se rétablit, cela se produira vraisemblablement à un rythme inférieur à celui d'avant la crise.

Sur les marchés financiers, les cours boursiers ont poursuivi leur tendance ascendante, tandis que les cours de change et les taux d'intérêt ont continué d'évoluer de manière disparate selon les pays et les régions. Les cours des actions dans les pays avancés ont encore sensiblement augmenté, atteignant des niveaux records. Ce sont surtout les cours boursiers européens qui ont affiché une hausse remarquable depuis le début de l'année, sous l'effet de nouvelles favorables quant à la situation économique en Europe et de l'importante création de liquidité. Le rendement des obligations d'État à long terme dans les pays avancés s'est à nouveau nettement contracté, en raison, notamment, de la politique monétaire particulièrement accommodante. À plus court terme, des rendements négatifs ont même été temporairement enregistrés dans différents pays européens. Les primes de risque sur les obligations d'État assorties de taux d'intérêt élevés dans les pays périphériques de la zone euro sont, elles aussi, tombées à leur plus bas niveau depuis la crise, sauf en Grèce, où l'incertitude entachant la situation politique et financière a entraîné un nouveau resserrement des conditions de financement.

Toutefois, en mai, une période de volatilité accrue a été observée sur les marchés financiers, les taux d'intérêt grimpaient fortement et les bourses enregistrant une correction limitée.

L'évolution sur les marchés des changes a, elle aussi, été largement marquée par les différences en matière de politique monétaire. Ainsi, l'euro a continué de se replier, surtout à partir du début de 2015, dans le contexte d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro, qui contraste avec les anticipations relatives à l'imminence d'un début de normalisation de cette politique monétaire, principalement aux États-Unis. Une certaine correction a également été notée en mai, permettant à l'euro de s'apprécier par rapport au dollar des États-Unis, notamment parce que les projections de croissance pour l'économie américaine ont été revues à la baisse après un premier trimestre défavorable et que la normalisation attendue de la politique monétaire a été quelque peu repoussée.

Les prix des matières premières ont lourdement chuté depuis le milieu de l'année dernière. Ce sont surtout les cours du pétrole qui ont baissé de manière spectaculaire. En dépit d'un léger renchérissement du pétrole au début de cette année et, plus récemment, des matières premières industrielles, leur niveau demeure bas. Bien que la baisse plus généralisée des prix des matières premières donne à penser que des facteurs de demande ont également joué un rôle, le net repli des cours du pétrole résulte principalement de facteurs d'offre, et notamment de l'accroissement de l'offre de pétrole non conventionnel

Encadré 2 – Hypothèses retenues pour les projections

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

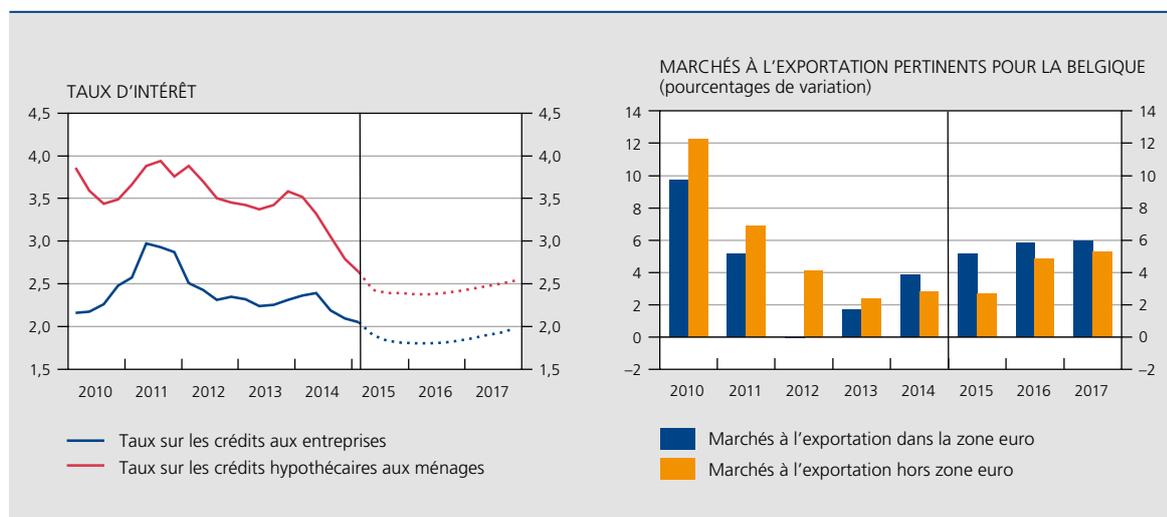
S'agissant des cours de change à venir, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, le 13 mai 2015. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,12 dollar pour 1 euro. Bien que l'euro se soit à nouveau apprécié depuis la mi-avril, ce cours demeure nettement inférieur au niveau moyen de 1,33 dollar enregistré en 2014.

Les hypothèses concernant l'évolution des cours du pétrole, qui, comme à l'accoutumée, tiennent compte des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés



HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)



Source: Eurosysteme.

internationaux, ont été nettement revues à la baisse, après le fort recul des cours amorcé à l'automne de 2014 qui a été plus important que prévu. Toutefois, selon les informations collectées à la mi-mai 2015, le cours du baril de Brent passerait graduellement, au cours de la période de projection, de 63,9 dollars en moyenne au deuxième trimestre de 2015 à plus de 73 dollars au dernier trimestre de 2017. Ce niveau reste cependant nettement inférieur à celui atteint au premier semestre de 2014.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2015	2016	2017
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis . . .	1,12	1,12	1,12
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	63,8	71,0	73,1
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	0,0	0,0	0,2
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,9	1,2	1,5
Taux sur les crédits aux entreprises	1,9	1,8	1,9
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,5	2,4	2,5
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique (en volume)	4,2	5,5	5,7
Prix des concurrents à l'exportation	3,5	2,0	1,9

Source: Eurosysteme.



Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-mai 2015. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois continuait d'afficher, au deuxième trimestre de 2015, un niveau inhabituellement bas proche de zéro. Le taux à court terme demeurerait à ce niveau pendant un certain temps encore, avant de progresser quelque peu à la fin de la période de projection, pour atteindre 30 points de base environ à la fin de 2017. Le niveau du taux d'intérêt à long terme en Belgique, qui a fortement augmenté au début du mois de mai, devrait également peu à peu s'apprécier, passant de 0,8 % au deuxième trimestre de cette année à plus de 1,5 % à la fin de 2017. Malgré la récente hausse, les prévisions relatives aux taux d'intérêt à long terme ont été révisées assez sensiblement à la baisse en comparaison des hypothèses retenues dans le cadre des dernières projections d'automne.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers prend en compte la transmission généralement observée par rapport aux taux de marché. Cette transmission semble s'être légèrement accrue depuis le second semestre de 2014, ce qui peut être lié aux anticipations relatives aux nouvelles injections de liquidité par la BCE et, en particulier, à l'assouplissement quantitatif annoncé en janvier 2015. Par rapport aux projections d'automne, les taux hypothécaires ont donc eux aussi été fortement revus à la baisse pour 2015 et, surtout, pour 2016. Le taux hypothécaire moyen s'élèverait encore à environ 2,4 % au deuxième trimestre de 2015, niveau qui ne devrait augmenter que très modérément d'ici à la fin de 2017. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, présente lui aussi une évolution relativement stable: il reculerait encore de quelque 10 points de base dans le courant de cette année, avant de repartir légèrement à la hausse à la fin de la période de projection.

Depuis les projections d'automne de décembre 2014, la croissance économique mondiale, abstraction faite de la zone euro, a été très légèrement adaptée à la baisse pour 2015 et pour 2016. L'importance des échanges commerciaux dans cette croissance est une nouvelle fois restée quelque peu en deçà des attentes. Elle est toutefois plus que compensée par le fait que la croissance plus vigoureuse de l'économie européenne gonfle la demande d'importations émanant de la zone euro, qui représente plus de la moitié des exportations belges. Au total, la croissance des marchés étrangers pertinents pour la Belgique devrait déjà être nettement supérieure à 5 % l'année prochaine – ce qui constitue une révision à la hausse par rapport aux projections d'automne –, et continuerait d'augmenter en 2017.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces 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 sont un élément important. En 2015, les prix appliqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation progresseraient de 3,5 %, après s'être repliés en 2013 et en 2014. Pour 2016, comme pour 2017, on prévoit une hausse plus modérée de quelque 2 %. Pour 2015 et pour 2016, il s'agit d'un ajustement à la hausse par rapport aux prévisions d'automne, qui s'explique dans une large mesure par le plongeon de l'euro, mesuré sur la base du cours de change effectif réel.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des dernières prévisions d'automne exerce une incidence positive sur les prévisions de croissance pour la Belgique.

et de la décision de l'OPEP de ne pas réduire les quotas de production. C'est pourquoi il est communément admis que la diminution des cours du pétrole exercera une incidence positive sur la croissance mondiale par l'effet sur les revenus réels des ménages et sur la structure des coûts des entreprises, qui compenserait la perte de revenus réels des producteurs de pétrole.

1.2 Estimations pour la zone euro

Les projections de printemps de l'Eurosystème sont, pour la zone euro, nettement plus optimistes que les dernières projections d'automne et sont fort proches des estimations de la BCE de mars 2015. La croissance devrait s'accroître vivement pour s'établir à 1,5 % cette année

TABEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO

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

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

Source : BCE.

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

(2) Pourcentages de la population active.

(3) Pourcentages du PIB.

et 2 % environ en 2016-2017. À cet égard, la reprise est soutenue par des conditions de base favorables, comme un euro meilleur marché et un faible niveau des taux d'intérêt, qu'a contribué à favoriser la politique monétaire, et notamment l'élargissement quantitatif précité décidé par le Conseil des gouverneurs de la BCE en janvier 2015. La croissance économique ne serait pas seulement alimentée par la hausse des exportations mais se traduirait également par une forte augmentation de la demande intérieure et, en particulier, de la consommation privée et des investissements.

L'inflation dans la zone euro a atteint un plancher en janvier 2015, mais est remontée depuis lors, principalement sous l'effet du renchérissement du pétrole. Les projections indiquent une poursuite de la hausse de l'inflation, qui atteindrait en moyenne 1,8 % en 2017. Cette évolution n'est que partiellement attribuable au renversement supposé de la pression des prix des composantes volatiles, telles que le cours du pétrole. En effet, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de ces composantes volatiles, devrait également rebondir au cours de la période couverte par les projections. Cette progression s'explique par le raffermissement de la demande et par

l'accélération de la croissance salariale, mais également par l'incidence tardive de la faiblesse de l'euro, qui rend les importations plus onéreuses.

La reprise récemment observée sur le marché du travail a été plus vigoureuse que prévu sur la base des liens historiques entre l'emploi et la croissance économique. La modération salariale et les réformes menées au niveau du marché du travail semblent avoir soutenu ce redressement et augmenté l'intensité en emplois de la croissance. L'emploi devrait encore croître dans les années à venir, même si cette expansion serait déjà freinée à la fin de la période de projection par des restrictions du côté de l'offre dans certains pays où le taux de chômage est déjà retombé à un niveau extrêmement bas. Pour l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage devrait continuer de baisser, pour atteindre 10 % en 2017, soit 2 points de pourcentage de moins que le niveau enregistré en 2013.

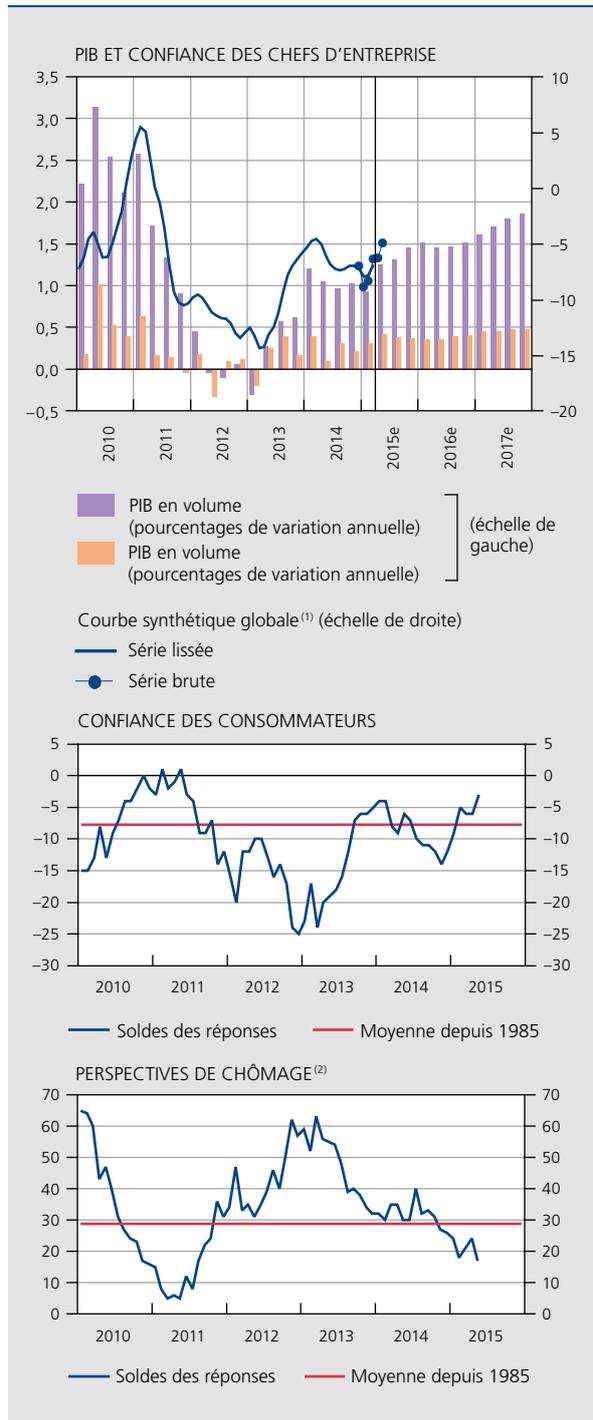
Le déficit budgétaire moyen de la zone euro diminuerait, pour revenir à 1,5 % du PIB en 2017. Toutefois, cette amélioration serait surtout attribuable à l'embellie conjoncturelle et à la poursuite de la réduction des charges d'intérêts liée à la faiblesse inhabituelle des taux. La politique budgétaire demeurerait relativement neutre sur la période considérée.

2. Activité et demande

Depuis le second semestre de 2014, l'économie belge croît à un rythme modéré et relativement constant correspondant à une croissance annuelle d'un peu plus de 1 %. L'estimation « flash » de l'ICN, dont tenaient compte les projections d'automne de la Banque pour estimer la croissance au troisième trimestre de 2014, a depuis lors encore été très légèrement revue à la hausse (0,3 %). D'après les statistiques trimestrielles actuelles, la croissance trimestrielle a grosso modo été la même au dernier trimestre de 2014 (0,2 %) et au premier trimestre de 2015 (0,3 %), ce qui cadre presque parfaitement avec les projections d'automne. La croissance est surtout stimulée par la poursuite du redressement de l'activité dans les services marchands, alors que l'industrie manufacturière a accusé un léger repli au quatrième trimestre de l'année dernière. S'agissant des composantes de dépenses, la vive augmentation de la consommation privée au second semestre a été partiellement compensée par une contribution négative des exportations nettes, et ce même après correction de l'effet d'une série d'achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger, qui, outre les investissements des entreprises, ont gonflé les chiffres des importations.

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU PIB ET DES INDICATEURS DE CONFIANCE

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



Sources: ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des variations saisonnières.

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

L'économie belge continue toutefois d'afficher un redressement plus modéré que celui de la zone euro où la croissance

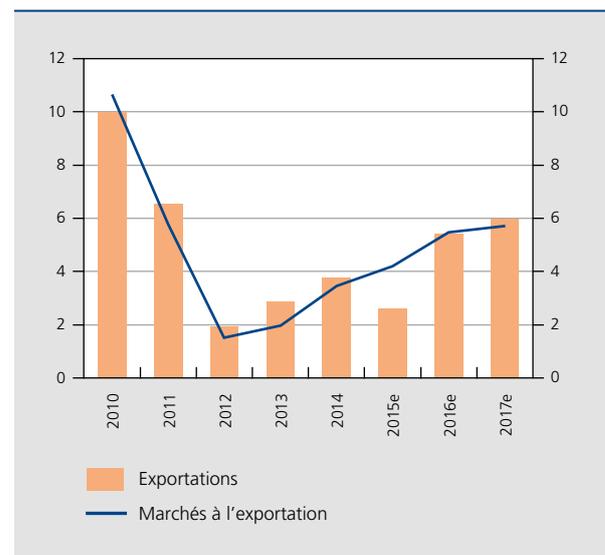
au cours des deux derniers trimestres y a été légèrement plus importante. De même, la reprise belge reste en deçà de la croissance enregistrée dans les trois principaux pays limitrophes. Bien que l'interprétation des premières statistiques trimestrielles appelle à une certaine prudence, l'analyse de celles-ci semble suggérer que d'autres pays tirent davantage profit de l'embellie conjoncturelle dans la zone euro.

Il convient par ailleurs de considérer le rythme toujours modéré de la croissance dans le contexte du rétablissement laborieux de la confiance des producteurs. Depuis le printemps de l'année dernière, cette dernière s'est progressivement effritée et est, pour l'heure, à peine supérieure à sa moyenne de long terme, en dépit de l'amélioration qui a été observée ces derniers mois. De même, l'indicateur synthétique de la confiance des consommateurs s'est replié en 2014 et ne s'est nettement raffermi qu'à partir de la fin de l'année. Important pour évaluer l'évolution de la conjoncture et, en particulier, de la consommation privée, le sous-indicateur de la confiance des consommateurs, qui sonde les participants sur leurs attentes en matière de chômage, enregistre cependant une amélioration tendancielle et presque ininterrompue depuis le début de 2013.

Les modèles de prévision immédiate utilisés par la Banque, tels que le modèle BREL décrit dans la Revue économique de juin 2014, se fondent non seulement sur des indicateurs de confiance de ce type, mais aussi

GRAPHIQUE 3 EXPORTATIONS ET MARCHÉS À L'EXPORTATION

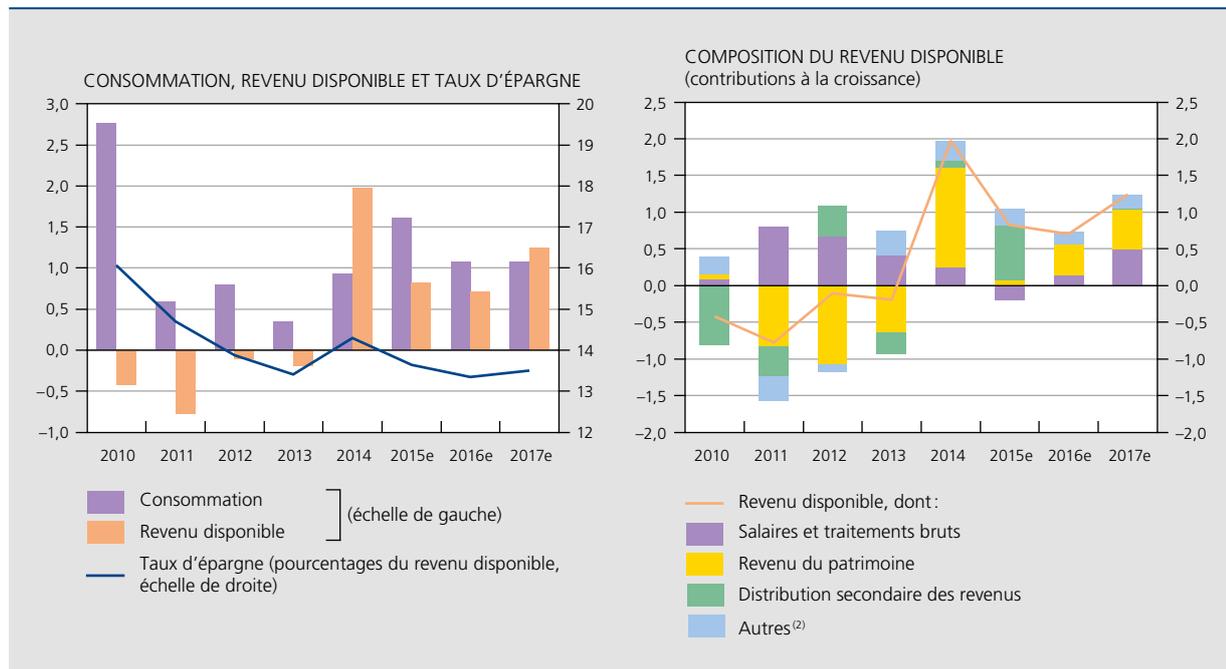
(données en volume corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources: ICN, BNB.

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE⁽¹⁾ DES PARTICULIERS

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



Source : BNB.

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

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

sur d'autres données disponibles plus fréquemment et plus rapidement que les statistiques trimestrielles, pour établir des projections à court terme. Sur la base de ces projections, on peut également tabler, à l'heure actuelle, sur une croissance très légèrement supérieure, de l'ordre de 0,4 %, pour le deuxième trimestre de 2015. Selon les prévisions actuelles, ce rythme d'expansion se maintiendrait au second semestre, ce qui porterait la croissance annuelle pour 2015 à quelque 1,2 %. Au cours des deux années suivantes, l'activité s'intensifierait graduellement, pour atteindre 1,7 % en 2017.

En termes annuels, le rebond de la croissance durant la période couverte par les projections serait essentiellement à mettre à l'actif de la contribution grandissante des exportations nettes, dans la mesure où les effets favorables sur la compétitivité de la maîtrise des coûts salariaux induisent à terme un renforcement de la progression des exportations. La contribution de la demande intérieure, hors variation des stocks, diminuerait quelque peu cette année, même si cela ne serait, dans une large mesure, dû qu'à la disparition de transactions spécifiques qui, en 2014, avaient fait grimper non seulement les investissements des entreprises mais également les importations. Cette contribution resterait inchangée en 2016, à 1,3 point de pourcentage, et elle n'augmenterait que légèrement en

2017. Enfin, avec une contribution moyenne négative de 0,8 point de pourcentage, la variation des stocks a fortement grevé la croissance du PIB au cours des trois années précédentes. Bien qu'il ne soit nullement exclu que les entreprises mettent progressivement fin à la réduction de leurs stocks ou en accélèrent la formation dans un avenir proche, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres de la période couverte par les projections tablent, comme cela est habituellement le cas, sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept.

En 2015, la contribution à la croissance des exportations nettes resterait quasiment nulle, et donc légèrement en deçà de la contribution enregistrée en 2014. Les exportations belges tireront cependant clairement profit de l'amélioration de la compétitivité-coût. À cet égard, l'impact de la hausse très modérée des coûts salariaux observée dernièrement est renforcé par l'avantage en matière de coûts lié à la dépréciation de l'euro, qui soutient les exportations directes et indirectes vers les marchés extérieurs à la zone euro. La croissance trimestrielle des exportations belges progresse dès lors par rapport à 2014 et dépasse largement celle des débouchés étrangers pertinents pour la Belgique. Considérée dans une perspective

annuelle, la vive recrudescence des exportations est nettement moins marquée et est même quelque peu inférieure à celle de l'année dernière, ce qui s'explique, d'après les données statistiques actuelles, par des effets de débordement découlant entre autres du net repli des exportations au dernier trimestre de 2014. Cet effet de débordement explique également pourquoi, en base annuelle, une perte de parts de marché est encore notée en 2015. En outre, les importations seront de nouveau entraînées à la hausse par d'importants achats supplémentaires de biens d'investissement spécifiques à l'étranger.

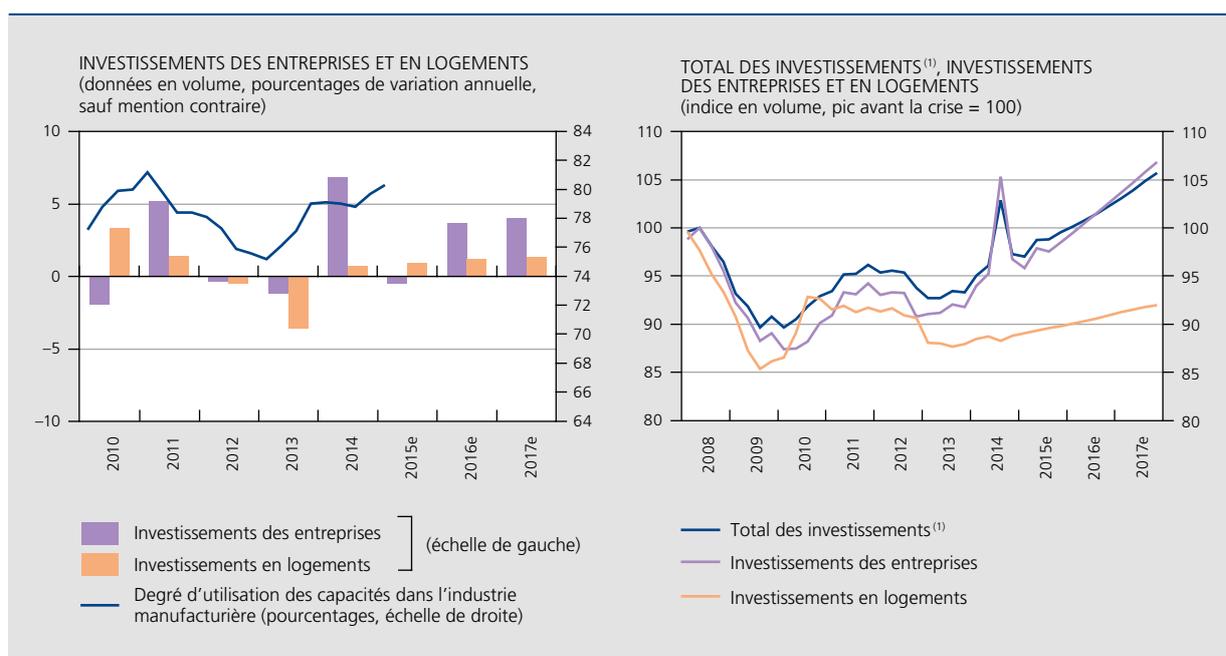
D'après les projections, la croissance des exportations resterait néanmoins orientée à la hausse durant les deux prochaines années et déboucherait sur une contribution positive, et en augmentation, des exportations nettes à la croissance. Bien que les hypothèses tablent sur un statu quo du cours de l'euro à partir de mai 2015, lequel n'aurait dès lors plus d'incidence sur l'évolution des coûts relatifs des entreprises à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, les exportations belges continueraient d'être portées par les gains de la compétitivité-coût dus aux mesures prises par le gouvernement fédéral en vue de limiter les coûts salariaux. En conséquence, les exportateurs belges devraient continuer d'augmenter leurs parts de marché sur la période de projection, comme ils l'ont déjà fait pendant les quatre dernières années. Comme les importations devraient progresser un peu moins rapidement,

sous l'effet notamment de l'amélioration de la compétitivité, les exportations nettes devraient apporter une contribution positive à la croissance durant chaque trimestre à compter du second semestre de 2015. D'après les projections, cette contribution refluerait cependant légèrement à la fin de la période couverte par les projections sous l'influence des coûts salariaux, qui s'accéléraient à nouveau quelque peu, surtout en 2017.

Le fait que les dépenses intérieures, hors variation des stocks, ne progressent que faiblement sur l'horizon des projections occulte des évolutions divergentes au niveau des sous-composantes de la demande intérieure. La contribution de la consommation privée s'affaiblit par ailleurs peu à peu, et on s'attend également à une croissance limitée de la consommation des administrations publiques au cours des deux dernières années, tandis que le rythme d'expansion des investissements devrait se renforcer.

Au second semestre de 2014, la consommation privée s'est vivement raffermie, affichant une croissance trimestrielle moyenne de 0,6%. L'amélioration susvisée des perspectives de chômage, qui a exercé des effets de confiance positifs, n'y est pas étrangère. L'incidence favorable de la forte baisse des cours du pétrole sur les revenus réels des ménages constitue un autre facteur déterminant. Selon les projections actuelles, ce rythme d'expansion soutenu de la consommation privée devrait

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS PRIVÉS



Sources: ICN, BNB.

(1) Englobent également les investissements publics.

TABLEAU 3 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

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

Sources: ICN, BNB.

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

toutefois diminuer progressivement pour revenir à un rythme nettement plus faible de quelque 0,2 % par trimestre et ne repartirait légèrement à la hausse que dans le courant de 2017.

Ce ralentissement de la consommation des particuliers tient essentiellement à l'évolution de leurs revenus, et plus particulièrement à celle des revenus du travail et de remplacement, qui sont relativement moins épargnés que les revenus du patrimoine. En dépit de la hausse de l'emploi et de l'augmentation (limitée) des salaires conventionnels en 2016, la croissance réelle des revenus du travail devrait être négative en 2015 et demeurer très modérée l'année suivante en raison du saut d'index. Il faudra attendre 2017, lorsque les mécanismes d'indexation joueront à nouveau progressivement, pour que la croissance des revenus du travail renoue avec un rythme supérieur à l'augmentation observée en 2013 et en 2014. Compte tenu de l'inertie habituelle des habitudes de consommation, les ménages ne devraient toutefois adapter que graduellement leur consommation à cette évolution de leurs revenus, si bien que le taux d'épargne baisserait encore, pour retomber à un seuil historiquement bas. Par conséquent, la baisse tendancielle, qui s'était interrompue l'année précédente sous l'effet de la très nette augmentation des revenus du patrimoine, lesquels sont relativement plus épargnés, se poursuivrait jusqu'en 2016. Au cours de la dernière année de la période couverte par les projections, le taux d'épargne des particuliers se redresserait légèrement, sous

l'effet principalement de l'importance accrue des revenus du patrimoine, dans le contexte notamment du relèvement des taux d'intérêt.

Les projections pointent par ailleurs une lente progression des investissements réels en logements. Après s'être contractés durant deux années consécutives, les investissements ont pour la première fois en 2014, renoué avec une croissance positive, certes encore timide, en termes annuels. Selon les projections, ils continueraient de se renforcer peu à peu durant la période de projection, de sorte que la croissance resterait soutenue par des taux d'intérêt hypothécaires nominaux relativement bas. La réforme du bonus logement, qui, à terme, aurait d'importantes répercussions financières pour les ménages, en Région flamande en particulier, n'exercerait qu'une influence assez restreinte sur l'évolution tendancielle des investissements. En dépit du redressement graduel, les investissements en logements exprimés en volume afficheraient toujours, à la fin de la période couverte par les projections, quelque 8 % de moins qu'avant la grande récession.

Le repli limité des investissements des entreprises en volume observé en 2015 découle principalement de la disparition d'une large part des facteurs spécifiques énoncés précédemment et qui avaient fait grimper les investissements (et les importations) l'année précédente. Abstraction faite de ces facteurs, les investissements des entreprises en volume devraient augmenter graduellement et à un rythme

GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DU TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

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



Sources: ICN, BNB.

relativement constant correspondant à une croissance annuelle de quelque 4 %. L'ampleur des réserves de liquidités, l'excédent d'exploitation grandissant et la faiblesse des taux d'intérêt, de même que l'assouplissement des conditions de financement, contribuent au redressement

des investissements. En outre, depuis peu, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière dépasse à nouveau légèrement sa tendance à long terme. La demande croissante générera dès lors de plus en plus d'investissements d'extension. Ce processus positif sur la croissance des investissements ne serait que modérément compensé par la hausse attendue des taux d'intérêt à partir de 2016.

S'agissant des dépenses des administrations publiques, le rythme de croissance de leur consommation reviendrait, à partir de l'année prochaine, à un niveau inhabituellement bas, nettement inférieur, du reste, à celui de la consommation privée, sous l'effet des mesures de consolidation budgétaire, et plus particulièrement de la réduction des effectifs de personnel. Les investissements des administrations publiques enregistreraient cette année une forte progression en volume, en raison notamment de l'accélération de la construction d'écoles en Région flamande, avant de se contracter quelque peu en 2016 puis d'augmenter modérément en 2017.

3. Marché du travail

En 2014, la productivité du travail s'est assez nettement raffermie, ce qui n'est pas inhabituel au cours de la première phase d'une reprise économique. Le volume de travail n'a donc augmenté que faiblement: la progression de l'emploi a été en partie compensée par un recul notable du nombre moyen d'heures ouvrées. Bien que les

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(données corrigées des effets de calendrier, variation en milliers de personnes par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Population en âge de travailler	12,0	7,5	8,4	7,4	1,7
Population active	11,5	31,6	17,2	21,4	20,1
Emploi national	-13,0	17,6	23,9	30,6	39,5
Travailleurs frontaliers	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
Emploi intérieur	-12,4	17,7	23,9	30,6	39,5
Indépendants	6,7	7,2	7,9	8,9	9,4
Salariés	-19,1	10,6	16,0	21,8	30,1
Branches sensibles à la conjoncture	-23,4	0,0	9,2	15,2	23,7
Administration publique et enseignement	2,2	0,6	-3,9	-3,2	-3,4
Autres services	2,1	10,0	10,7	9,7	9,8
Chômage	24,5	14,0	-6,7	-9,2	-19,4
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽¹⁾</i>	8,4	8,5	8,5	8,3	7,9

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages de la population active (15 ans et plus).

projections fassent état d'une nouvelle amélioration de la productivité, certes à un rythme plus modéré, la croissance économique serait plus amplement soutenue par la participation au travail pendant la période de projection.

La hausse du volume de travail devrait donc s'amplifier en 2015 et se poursuivre les deux années suivantes. Les heures moyennes par personne devraient croître à un rythme plutôt constant, même si, en 2015, leur évolution en base annuelle sera encore fortement influencée par le profil particulièrement accidenté qu'elles ont affiché en 2014. Au premier trimestre, à la suite d'un hiver très doux, la durée moyenne de travail a été sensiblement plus élevée que la normale, en particulier dans la construction. Au deuxième trimestre, des conditions climatiques défavorables ont engendré un phénomène inverse. Au quatrième trimestre, enfin, les grèves ont nettement réduit les heures ouvrées par personne. Au total, l'emploi augmenterait de 94 000 unités sur la période 2015-2017. À cet égard, la demande de travail est non seulement influencée par l'extension de l'activité, mais également par le fait que la politique de maîtrise des coûts salariaux rend ce facteur de production relativement moins onéreux.

Dans ce contexte, et contrairement aux années précédentes, c'est l'emploi salarié dans les branches dites sensibles à la conjoncture qui contribuerait le plus à cette expansion. La branche largement subventionnée des « autres services » (principalement les soins de santé et l'action sociale) y concourrait elle aussi considérablement. Il est à noter que la progression de l'emploi dans le système des titres-services, qui relève majoritairement du secteur privé

marchand, ralentira. Après onze années de croissance vigoureuse, on observe en effet depuis 2013 une stagnation du nombre de chèques remboursés. Cette évolution témoigne, d'une part, de la saturation graduelle de la demande (près d'un ménage sur cinq recourt aux titres-services), dont les effets sont renforcés par la majoration du coût pour les utilisateurs, et, d'autre part, des difficultés de recrutement d'un personnel qui affiche un fort taux de rotation. Les effectifs dans la fonction publique et l'éducation se contracteraient sur toute la période de projection, reflétant le non-remplacement d'une fraction des départs naturels décidé par les différents niveaux de pouvoir en vue de réduire leurs frais de personnel. En revanche, comme par le passé, le travail indépendant participerait positivement à la croissance de l'emploi. On épinglera en particulier la hausse du nombre de pensionnés qui, profitant de l'élargissement des possibilités de cumuler retraite et revenu professionnel, ont entamé ces dernières années une carrière d'indépendant.

Bien que la progression de la population en âge de travailler se tarisse, la population active continuerait de gonfler, en raison du relèvement du taux de participation. Sa croissance devrait néanmoins être inférieure à celle de l'emploi, ce qui permettrait une diminution du chômage, qui devrait d'ailleurs s'intensifier au cours de la période sous revue. En moyenne annuelle, on dénombrerait 562 000 demandeurs d'emploi inoccupés en 2017, soit 35 000 de moins qu'en 2014. Ces évolutions se refléteraient dans le taux de chômage harmonisé, qui passerait de 8,5 % de la population active en 2014 à 7,9 % en 2017.

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

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Coûts salariaux dans le secteur privé					
Coûts salariaux par heure ouvrée	2,4	0,8	0,3	0,6	1,6
dont indexation	1,9	0,8	0,2	0,2	0,5
Productivité du travail ⁽¹⁾	0,2	0,9	0,3	0,6	0,7
Coûts salariaux par unité produite	2,2	-0,1	0,0	0,1	0,9
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	1,4	1,5	1,5	1,3	1,4
Prix des produits énergétiques	-4,6	-6,0	-7,2	2,5	1,0
Prix des produits alimentaires	3,6	0,8	1,5	1,9	1,9
IPCH	1,2	0,5	0,6	1,5	1,5
Indice-santé	1,2	0,4	0,8	1,2	1,4

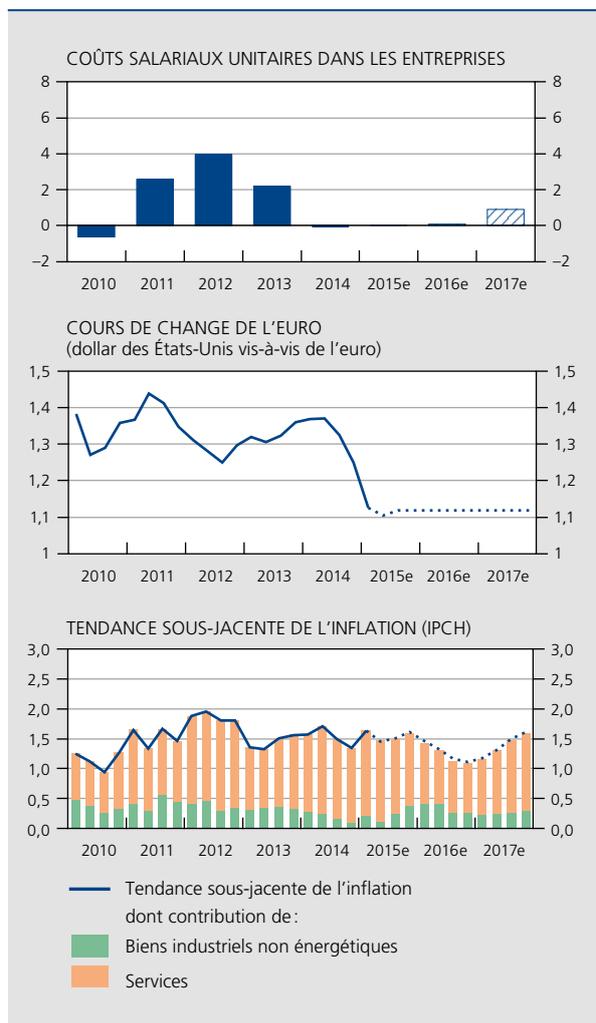
Sources : CE, ICN, SPF Emploi, Travail et Concertation sociale, BNB.

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

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

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

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



Source : BNB.

La remontée du taux de participation sur l'horizon de projection résulte en partie des mesures ayant trait à la fin de carrière prises par l'actuel et le précédent gouvernements : relèvement de l'âge minimum pour pouvoir prétendre à la pension anticipée, durcissement des conditions d'accès au régime de chômage avec complément d'entreprise (anciennement prépension), suppression du statut de chômeur âgé, augmentation des limites d'âge en matière de disponibilité pour le marché du travail des nouveaux chômeurs avec complément d'entreprise, etc.

4. Prix et coûts

Les présentes projections de printemps tablent sur une croissance très modérée des coûts salariaux. En 2015

comme en 2016, les coûts salariaux horaires progresseraient encore moins que l'année dernière, lorsque leur hausse s'était déjà nettement ralentie. Il faudrait attendre 2017 pour voir les coûts salariaux accélérer à nouveau. Compte tenu de l'estimation relative à la productivité du travail, cela signifie que les coûts salariaux demeureraient, comme en 2014, globalement inchangés au cours de la période 2015-2016, avant de croître de près de 1 % pendant la dernière année de la période couverte par les projections.

Au cours de la période 2015-2016, les projections pour les coûts salariaux sont largement influencées par les mesures prises par le gouvernement fédéral en vue d'améliorer la compétitivité de l'économie belge, notamment par l'allègement du coût du travail. Un des facteurs qui participe le plus à la modération salariale est la suspension temporaire des mécanismes d'indexation et l'incidence indirecte de celle-ci sur l'inflation.

L'imposition d'un saut d'index de 2 % à partir de mai 2015 – par un blocage de l'indice-santé lissé, calculé comme la moyenne des quatre derniers mois de l'indice-santé – affecte directement l'évolution des coûts salariaux. Même si certaines indexations devraient encore avoir lieu en raison des modalités spécifiques des mécanismes qui sont mis en œuvre, l'effet de celles-ci sur la croissance salariale serait toutefois très limité. Étant donné le profil attendu pour l'évolution de l'indice-santé, le blocage perdurerait jusqu'au premier trimestre de 2017. Les indexations reprendront ensuite comme auparavant. On ne peut s'attendre à une hausse immédiate des salaires : l'impact des indexations sera graduel, en fonction des multiples systèmes fixés au sein des commissions paritaires.

Par ailleurs, le gel des salaires conventionnels réels se poursuivrait en 2015, conformément aux dispositions du projet d'accord interprofessionnel pour la période 2015-2016 reprises par le gouvernement. Des augmentations à concurrence de maximum 0,67 % des salaires bruts pourront par contre être octroyées en 2016. Elles correspondent à une première enveloppe de maximum 0,37 %, soumise aux cotisations sociales patronales, et à une seconde enveloppe de maximum 0,3 % exemptée de prélèvements supplémentaires. Après trois années sans augmentation barémique réelle, il est supposé que cette marge sera entièrement utilisée, d'autant que, dans un contexte de reprise économique, des tensions sont appelées à se développer sur plusieurs segments du marché du travail. Ce facteur devrait également alimenter des hausses de salaires octroyées directement au niveau des entreprises, qui sont comptabilisées dans le glissement des salaires.

En 2016, un nouvel abaissement des cotisations patronales à la sécurité sociale devrait contribuer à comprimer les coûts salariaux à concurrence de 0,4 point de pourcentage. Cette mesure fait partie d'un paquet de réductions de charges, de l'ordre de 960 millions d'euros, qui comprend également des diminutions du précompte professionnel. S'agissant de « subsides salariaux », ces derniers ne sont pas pris en compte dans le calcul des coûts salariaux selon la définition des comptes nationaux, ni donc dans l'évaluation de l'évolution de l'écart salarial. La contribution des cotisations aux coûts salariaux devrait être légèrement négative en 2015, principalement en raison de la baisse du taux de cotisation au Fonds pour les fermetures d'entreprises (FFE) et du retour à la normale de l'incidence des primes de licenciement après l'impact d'importantes restructurations d'entreprises en 2014.

Pour 2017, les augmentations conventionnelles ne sont pas encore connues puisque les négociations du futur accord interprofessionnel ne débiteront qu'à la fin de 2016 sur la base de l'évaluation de l'écart salarial par rapport aux pays voisins que réalisera alors le Conseil central de l'économie (CCE). À la fin de 2014, le CCE avait estimé le handicap salarial à 2,9%. L'accélération des coûts salariaux prévu dans le cadre du présent exercice ne préjuge pas des résultats du prochain AIP; il se base, outre sur la fin du gel des indexations, sur l'hypothèse de hausses conventionnelles d'environ 1%, qui reflètent l'apparition probable d'une marge de progression à la suite de la résorption graduelle de l'écart salarial cumulé depuis 1996 (exprimé dans le cadre de la loi de 1996 en termes de coûts salariaux horaires). Au total, la croissance des coûts salariaux horaires nominaux devraient reculer sensiblement, retombant de 2,4% en 2013 à 0,8% en 2014, puis à 0,5% en 2015 et à 0,6% en 2016, avant de s'accélérer à nouveau quelque peu à 1,6% en 2017.

L'évolution très modérée des coûts du travail devrait en principe se refléter graduellement – avec un certain retard – dans la formation des prix, et plus particulièrement dans la tendance sous-jacente de l'inflation, qui fait abstraction des prix des composantes volatiles que sont les produits alimentaires et énergétiques. À plus court terme, le récent plongeon de l'euro exercera toutefois un effet ascendant sur l'inflation sous-jacente. De fait, un euro meilleur marché gonfle les prix à l'importation, ce qui avive l'inflation pour les biens qui sont importés ou pour lesquels des inputs intermédiaires importés sont utilisés. Comme c'est moins le cas dans le secteur des services, cette évolution entraîne surtout une pression haussière sur les prix des biens industriels non énergétiques. Ainsi, l'inflation sous-jacente, qui avait déjà nettement grimpé au cours des quatre premiers mois de 2015 pour ressortir à plus de 1,6% en moyenne, continuerait de fluctuer autour de

ce niveau durant le reste de l'année. Ce n'est qu'ensuite, lorsque l'effet du cours de change aura disparu, que l'incidence de l'évolution relativement plane des coûts salariaux sur la tendance sous-jacente de l'inflation serait, selon les prévisions, plus manifeste et ferait reculer la tendance sous-jacente à un peu plus de 1% d'ici à la fin de 2016. En 2017, la pression des coûts d'origine intérieure se ferait à nouveau plus intense en raison de la croissance plus soutenue des salaires, ce qui se traduirait progressivement par une accentuation de l'inflation sous-jacente.

Toutefois, il convient d'ajouter que l'inflation sous-jacente est jusqu'à présent demeurée relativement vive en Belgique par rapport à la zone euro et aux principaux pays voisins, du fait principalement de hausses de prix plus persistantes dans le secteur des services. La répercussion des coûts (salariaux) sur les prix dépend de surcroît du degré de concurrence sur les marchés et n'est pas nécessairement symétrique, surtout compte tenu des rigidités à la baisse des prix. En sus de l'existence de différents mécanismes d'indexation dans la formation des prix qui n'ajustent qu'avec retard certains prix au repli de l'inflation, cela peut expliquer la relative persistance de l'inflation sous-jacente. Les prévisions actuelles d'inflation partent donc de l'hypothèse que les facteurs qui ont maintenu dans un passé récent l'inflation sous-jacente à un niveau élevé feront peu à peu place à l'influence baissière de la très faible pression des coûts d'origine intérieure.

L'inflation totale est déterminée non seulement par la tendance sous-jacente de l'inflation, mais également par les développements des prix des composantes volatiles, à savoir les produits énergétiques et alimentaires. C'est surtout en raison du fort repli des prix des premiers que l'inflation est, ces derniers temps, restée nettement en deçà de sa tendance sous-jacente, et a même été négative de décembre 2014 à mars 2015. L'incidence du recul du cours du Brent à cet égard a encore été accentuée par l'abaissement de 21 à 6% du taux de TVA sur l'électricité. Cette mesure, qui avait été prise en avril 2014 dans le cadre du pacte pour la compétitivité et l'emploi, a eu un effet négatif sur l'évolution des prix de l'électricité jusqu'en avril 2015.

Compte tenu de la hausse des cours du pétrole selon les hypothèses présentées dans l'encadré 2, l'incidence négative de l'évolution des prix des produits énergétiques sur l'inflation totale s'atténuerait graduellement, avant de se muer en une contribution positive à partir de 2016. Combinée à l'augmentation plus vive attendue des prix des produits alimentaires, cette situation entraînera, malgré une tendance sous-jacente de l'inflation d'abord plane et ensuite à la baisse, une nette accélération de l'inflation: même si, cette année, elle ne sera en moyenne

TABLEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	51,1	50,7	50,4	50,3
Recettes fiscales et parafiscales	44,7	44,6	44,3	44,2
Autres	6,4	6,1	6,1	6,1
Dépenses primaires	51,3	50,7	50,2	49,9
Solde primaire	-0,2	0,1	0,2	0,4
Charges d'intérêts	3,1	2,7	2,5	2,3
Besoin (-) ou capacité de financement	-3,2	-2,7	-2,4	-2,0
<i>p.m. Effet des facteurs non récurrents</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>
Soldes de financement par sous-secteur				
Pouvoir fédéral	-2,6	-2,1	-2,0	-1,5
Sécurité sociale	-0,1	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2
Pouvoirs locaux	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
Dette	106,6	107,0	107,6	106,8

Sources: ICN, BNB.

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

guère supérieure au niveau de l'année dernière; la moyenne annuelle passera déjà à 1,5 % à partir de 2016. L'indice-santé, qui est déterminé par l'indice des prix à la consommation national, à l'exclusion de l'alcool, du tabac et des carburants, grimperait lui aussi de 0,8 % en 2015 à 1,4 % en 2017.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les données publiées par l'ICN en avril 2015, les administrations publiques belges ont accusé un déficit de 3,2 % du PIB en 2014. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, celui-ci retomberait à 2,7 % du PIB en 2015 et poursuivrait sur cette voie en 2016 et en 2017, affichant alors respectivement 2,4 et 2 % du PIB.

L'amélioration du solde de financement découle en grande partie de la baisse des taux d'intérêt, dans la mesure où on prévoit que les emprunts publics arrivant à échéance

pourront être refinancés à des taux d'intérêt favorables pour les administrations publiques. De plus, les mesures de consolidation prises par le gouvernement fédéral ainsi que par ceux des communautés et des régions concourent à l'amélioration du solde budgétaire. Ces mesures ciblent une réduction des dépenses des administrations publiques. Par conséquent, le poids des dépenses primaires par rapport au PIB diminuerait, mais il en irait de même pour les recettes des administrations publiques.

Les déficits seraient principalement concentrés au niveau du pouvoir fédéral. La sécurité sociale présenterait un équilibre, puisque la dotation qu'elle perçoit du pouvoir fédéral vise précisément à atteindre cet objectif. Les communautés et les régions ainsi que les pouvoirs locaux enregistreraient de légères pertes.

Il convient de noter que ces projections tiennent uniquement compte des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées. L'incidence des décisions à prendre, notamment dans le cadre de la confection des budgets pour 2016 et pour 2017, n'a pas encore été intégrée. Le programme de stabilité d'avril 2015 table sur un retour

à l'équilibre budgétaire structurel en 2018. Les présentes projections montrent que des mesures de consolidation supplémentaires seront nécessaires pour y parvenir.

5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques exprimées en pourcentage du PIB reculeraient de 0,4 point de pourcentage en 2015 et de respectivement 0,3 et 0,1 point supplémentaire en 2016 et en 2017. L'évolution des recettes continuerait ainsi la décrue entamée en 2014.

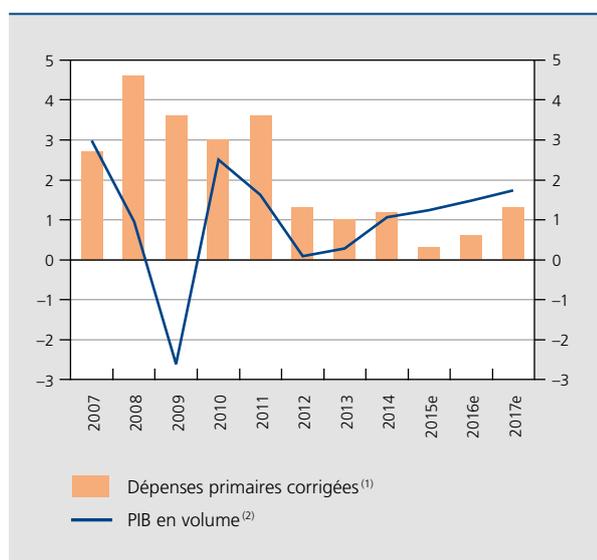
La diminution des recettes en 2015 résulte essentiellement d'une contraction des revenus que l'État perçoit auprès de diverses institutions financières et d'une baisse des impôts directs pesant sur les particuliers. Ces derniers pâtissent en effet de la relativement faible croissance de la masse salariale, d'une part, tandis qu'ils sont affectés par un ensemble de mesures, d'autre part. Ces dernières sont structurelles, telle l'augmentation des frais professionnels forfaitaires déductibles par voie de précompte professionnel, et temporaires, comme la fin de l'effet d'anticipation de la mesure portant sur les bonis de liquidation ou les retards d' enrôlements qui avaient encore favorisé les

rentrées en 2014. L'importance des recettes issues de la régularisation fiscale devrait également largement se tasser. Au contraire, l'impôt des sociétés devrait bénéficier de l'amointrissement des déductions pour intérêts notionnels dont les sociétés bénéficient, à la suite de l'infléchissement des taux d'intérêt de référence. En outre, une limitation de l'utilisation des intérêts notionnels par les banques et la taxation de certaines intercommunales devraient contribuer à la croissance de ces recettes. Enfin, les impôts en capital subissent des influences divergentes, l'impact à la baisse dû à la fin progressive de la régularisation fiscale étant compensé par la perception avancée de taxes sur l'épargne-pension et par l'effet du rattrapage de l'enrôlement tardif des droits de succession en Région flamande.

En 2016, la croissance toujours modérée des salaires et la nouvelle augmentation des frais professionnels forfaitaires comprimeront très nettement les recettes fiscales et parafiscales, ce qui viendra renforcer l'effet majeur du retour à un rythme d' enrôlement à l'impôt des personnes physiques plus en ligne avec le passé. Les cotisations à la sécurité sociale se réduiraient aussi largement, notamment sous l'effet des mesures d'allègement des cotisations patronales prises afin d'améliorer la compétitivité des entreprises et de relancer l'emploi. Seul l'impôt des sociétés bénéficierait d'une embellie, à la suite de l'amélioration de leur rentabilité et du nouveau repli du taux d'intérêt de référence en vigueur pour calculer la déduction fiscale pour capital à risque. Les taxes indirectes seraient elles aussi favorisées par des mesures en matière de TVA et par la réintroduction du système de cliquet sur le diesel. Les recettes non fiscales et non parafiscales seraient quant à elles relativement stables.

En 2017, la poursuite de la politique salariale restrictive jouerait toujours négativement sur les recettes fiscales, mais moins que les années précédentes. La plupart des recettes, fiscales ou non, se stabiliseraient pratiquement par rapport à 2016.

GRAPHIQUE 8 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

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

5.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires rapportées au PIB devraient sensiblement fléchir en 2015 et les deux années suivantes. En termes nominaux, les dépenses des administrations publiques évolueraient donc à un rythme inférieur à l'expansion de l'activité économique. Le ratio des dépenses primaires reviendrait ainsi de 51,3 % du PIB en 2014 à 49,9 % en 2017.

Ces développements sont le reflet des mesures d'économie décidées par les gouvernements issus des élections du 25 mai 2014. L'effet le plus important résulte du saut d'index,

TABLEAU 7 COMPARAISON AVEC LES ESTIMATIONS DES AUTRES INSTITUTIONS
(pourcentages)

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
FMI	Avril 2015	1,3	1,5	1,5	0,1	0,9	1,1
Consensus Economics	Mai 2015	1,3	1,6		0,3	1,6	
CE	Mai 2015	1,1	1,5		0,3	1,3	
Bureau fédéral du Plan	Mai 2015 ⁽¹⁾	1,2	1,6	1,7	0,2	1,2	1,2
OCDE	Juin 2015	1,3	1,8		0,0	1,3	
BNB	Juin 2015	1,2	1,5	1,7	0,5	1,6	1,6

(1) Projections économiques 2015-2020. L'inflation indiquée correspond à l'IPCN, laquelle peut légèrement s'écarter de l'IPCH.

qui limitera fortement la hausse des prestations sociales et des salaires en 2015 et en 2016, et encore partiellement en 2017, et ce pour chaque sous-secteur des administrations publiques. En outre, le pouvoir fédéral a l'ambition de réduire ses frais de fonctionnement, ce qui devrait passer par une baisse des achats de biens et de services ainsi que de l'emploi public. De surcroît, ce niveau de pouvoir a décidé de restreindre ses subsides aux entreprises publiques et son budget de coopération au développement. L'augmentation des dépenses de la sécurité sociale sera également tempérée par une série de mesures qui visent à atteindre une croissance de maximum 1,5 % des dépenses de soins de santé. Enfin, les communautés et les régions ont aussi décidé de procéder à des économies, notamment en matière de subsides et d'enseignement.

Corrigées pour tenir compte de l'incidence des facteurs non récurrents et conjoncturels, ainsi que de l'effet de l'indexation, les dépenses primaires réelles afficheraient une modeste progression de 0,3 % en 2015, soit 1 point de pourcentage de moins que celle du PIB en volume. En 2016 et en 2017, la croissance des dépenses corrigées se redresserait quelque peu, à respectivement 0,6 et 1,3 %, tout en demeurant en-deçà de l'évolution du PIB réel. Cette modération, induite notamment par la limitation des allocations sociales et de la masse salariale de la fonction publique imputable au saut d'index, renforcerait la tendance à la consolidation des finances publiques qui s'est dessinée ces dernières années.

5.4 Endettement

Depuis 2008, le taux d'endettement n'a cessé de gonfler, pour s'établir à 106,6 % du PIB à la fin de 2014. En 2015,

la dette publique grossirait encore et atteindrait 107 % du PIB.

La progression du taux d'endettement résulte de facteurs endogènes, qui grossissent le taux d'endettement à hauteur de 0,4 point de pourcentage du PIB. Elle découle de la faiblesse relative de la croissance du PIB nominal, qui s'avérerait inférieure au taux implicite de la dette publique, et d'un solde primaire de 0,1 % du PIB.

Les facteurs exogènes, baptisés ainsi parce qu'ils influent sur la dette mais pas sur le solde de financement, feraient légèrement grimper l'endettement, de l'ordre de 0,1 point de pourcentage du PIB. Ceci serait notamment la conséquence de l'augmentation attendue des prêts consentis par la Vlaamse Maatschappij voor Sociaal Wonen et par le Vlaams Woningfonds, du nouveau remboursement par KBC à hauteur de 0,1 % du PIB et de la réduction de capital attendue des gestionnaires mixtes de réseaux de distribution d'électricité et de gaz naturel en Flandre au profit des communes flamandes. La gestion de la dette n'aurait presque aucune incidence sur le ratio d'endettement. L'influence des importantes primes d'émission est en effet compensée, d'une part, par l'acquittement d'un taux facial de coupon relativement élevé par rapport au taux du marché et, d'autre part, par les pertes accusées à la suite de l'annulation de swaps de taux d'intérêt et d'autres produits dérivés.

En 2016, la dette publique continuerait de s'alourdir, pour ressortir à 107,6 % du PIB, sous l'influence de facteurs exogènes liés à la gestion de la dette publique. En 2017, le ratio d'endettement retomberait à 106,8 % du PIB sous l'effet des facteurs endogènes. On s'attend effectivement à ce que la progression nominale du PIB dépasse le taux

d'intérêt implicite de la dette publique et à ce que le solde primaire soit légèrement positif. Ce faisant, la dette publique emprunterait à nouveau une trajectoire baissière, pour la première fois depuis l'éclatement de la crise financière.

6. Appréciation des facteurs de risque

Les actuelles prévisions de printemps étayent le scénario d'un redressement graduel de l'activité et présentent une révision à la hausse limitée par rapport aux projections d'automne, due notamment à la baisse des cours du pétrole et à la dépréciation de l'euro. Elles sont également conformes aux estimations d'autres institutions : pour ce qui est de la croissance économique, elles ne se distinguent que très légèrement de celles du BFP et de la CE. Parmi les prévisions les plus récentes, seules celles de l'OCDE tablent sur un raffermissement plus important de la croissance. Les estimations relatives à l'inflation affichent des disparités un peu plus marquées : les autres institutions s'attendent à une progression moindre de l'inflation, ce qui s'explique peut-être en partie par le fait que, comparativement aux hypothèses retenues par les autres institutions, ces projections de printemps tiennent compte d'une augmentation plus sensible du cours du pétrole en 2017. Cette convergence assez marquée des estimations macroéconomiques ne doit toutefois pas détourner l'attention quant à la grande incertitude qui entoure inévitablement ce type de projections.

À cet égard, il subsiste des risques baissiers en ce qui concerne l'environnement extérieur. Ainsi, une nouvelle aggravation des tensions géopolitiques pourrait peser sur la croissance européenne. De plus, le risque persiste que le ralentissement de la croissance en Chine et dans d'autres économies émergentes se renforce ou prenne un caractère plus permanent que ne le supposent actuellement les hypothèses internationales. Enfin, il règne encore une

certaine incertitude quant à la durabilité de la reprise dans plusieurs pays avancés, comme en témoigne la faiblesse relative des économies américaine et britannique au premier trimestre. En revanche, il n'est pas à exclure que la reprise dans la zone euro s'avère plus vigoureuse, du fait soit d'une incidence plus marquée sur les exportations nettes d'un euro qui reste relativement bon marché, soit de retombées plus positives des effets de confiance sur la consommation privée et sur les investissements.

S'agissant des marchés financiers, au moment de la clôture des prévisions, le retour au calme après la période de volatilité soutenue observée en mai était encore incertain. Des hausses supplémentaires des taux ou une nouvelle appréciation de l'euro peuvent peser sur la reprise. En outre, l'issue des négociations entre la Grèce et les créanciers internationaux reste une source d'incertitude.

Il convient par ailleurs d'épingler la manière dont les mesures que les pouvoirs publics ont prises récemment en vue d'améliorer la compétitivité ont été intégrées dans les projections. Comme cela a déjà été le cas pour les projections d'automne et comme l'explique en détail l'encadré 1 de la Revue économique de décembre 2014, le ralentissement de la croissance des salaires nominaux est supposé se répercuter dans une large mesure, quoiqu'avec un certain décalage, au niveau des prix. Si cette répercussion s'opère autrement (plus ou moins rapidement, plus ou moins progressivement) ou si les acteurs économiques, dont les employeurs, les investisseurs et les clients étrangers des exportateurs belges, en viennent à réagir différemment au repli des salaires et des prix que ne le prévoient les présentes projections, l'évolution de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire ou encore de l'inflation pourrait s'écarter de ces projections de printemps.

Pour conclure, il y a lieu de rappeler que ces estimations ne tiennent pas compte des mesures supplémentaires que les pouvoirs publics seraient amenés à prendre à l'avenir.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)				
PIB en volume	1,1	1,2	1,5	1,7
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,9	1,3	1,3	1,5
Exportations nettes de biens et de services	0,2	0,0	0,2	0,3
Variation des stocks	-1,0	-0,1	0,0	0,0
Prix et coûts				
Indice des prix à la consommation harmonisé	0,5	0,6	1,5	1,5
Indice-santé	0,4	0,8	1,2	1,4
Déflateur du PIB	0,6	0,9	1,0	1,4
Termes de l'échange	0,5	1,0	-0,3	-0,2
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	-0,1	0,0	0,1	0,9
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	0,8	0,3	0,6	1,6
Productivité horaire dans le secteur privé	0,9	0,3	0,6	0,7
Marché du travail				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	17,7	23,9	30,6	39,5
Volume total de travail ⁽¹⁾	0,3	0,7	0,9	1,1
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	8,5	8,5	8,3	7,9
Revenus				
Revenu disponible réel des particuliers	2,0	0,8	0,7	1,2
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	14,3	13,6	13,3	13,5
Finances publiques				
Solde primaire (pourcentages du PIB)	-0,2	0,1	0,2	0,4
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-3,2	-2,7	-2,4	-2,0
Dette publique (pourcentages du PIB)	106,6	107,0	107,6	106,8
Compte courant				
(selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)	1,4	1,4	1,4	1,6

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

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

La relation entre croissance économique et emploi

K. Burggraeve
G. de Walque
H. Zimmer

Introduction

La question de la relation entre la croissance économique et l'emploi trouve toute sa pertinence dans le contexte économique récent, marqué par la grande récession et dans le cadre duquel la Belgique s'est distinguée de certains de ses partenaires grâce à une certaine résistance sur le marché du travail. Le présent article est l'occasion de faire le point sur le développement de cette relation dans le temps pendant divers épisodes de récession et sur les tendances de fond qui caractérisent l'évolution du produit intérieur brut (PIB), du volume de travail et de la productivité.

L'article décrit dans un premier temps les mouvements respectifs, en Belgique, des variables qui expliquent l'évolution du PIB, tant à travers les différents cycles économiques que dans une perspective de long terme. La première partie rappelle les relations comptables entre l'activité et l'emploi, tandis que la deuxième analyse la décomposition détaillée du PIB. La troisième partie expose ensuite les tendances de long terme de chacun des éléments de cette décomposition, ce qui permet notamment d'aborder l'intensité en emplois de la croissance. La quatrième partie se penche quant à elle sur le développement des différentes branches d'activité et sur leur contribution aux changements évoqués plus haut.

Dans un deuxième temps, l'étude examine plus particulièrement la quantification de la relation entre la croissance et l'emploi tout au long du cycle des affaires et durant différents cycles successifs. C'est l'objet de la cinquième

partie. Ne sont plus considérées ici que les composantes cycliques des variables concernées. À ce niveau, l'analyse s'efforce de mesurer la sensibilité de la composante cyclique de l'emploi à l'*output gap* en Belgique, de même qu'elle tente de comparer cette sensibilité à celle observée dans d'autres économies développées et de vérifier si elle est stable dans le temps ou si elle présente d'éventuelles asymétries entre les épisodes d'expansion et de récession. Enfin, dans la sixième partie, cette étude empirique tout au long du cycle des affaires est étendue à une décomposition sectorielle et au volume total de travail plutôt qu'à l'emploi en personnes. La conclusion tâche de mettre en perspective les résultats saillants de l'étude, tout en dégageant quelques pistes de réflexion.

1. Relations entre l'activité et l'emploi

1.1 Relations comptables

Le PIB représente l'ensemble des biens et services produits et demandés au sein de l'économie pendant une période donnée. Cette production (Y) doit servir à satisfaire, entre autres, les besoins de la population totale (P), dont seulement une partie, à savoir la population active (A), participe au processus de production. Dans une économie en sous-emploi, cette offre de travail est supérieure aux besoins du système de production, de sorte que la population active se subdivise entre travailleurs (E) et chômeurs (U).

Le PIB se décompose de façon comptable comme suit :

$$Y = \frac{Y}{TH} \cdot \frac{TH}{E} \cdot E \quad (1)$$

où $TH = E \cdot H =$ heures ouvrées totales au sein de l'économie

$H =$ heures de travail moyennes par travailleur

$Y/TH =$ productivité horaire du travail

En simplifiant pour l'emploi E , il ressort que le PIB (Y) dépend de deux éléments: le volume de travail utilisé (TH), qui est égal au produit de l'emploi en personnes (E) par la durée moyenne de travail (H), soit un aspect quantitatif, d'une part, et la productivité horaire – apparente – du travail (Y/TH), soit un aspect qualitatif, d'autre part. Ceteris paribus, en faisant abstraction du capital et du progrès technique, si la productivité s'accélère plus vivement que la croissance économique, le volume de travail diminue.

Le rapport de l'emploi à l'activité est au cœur de la « loi d'Okun ». A priori, ces deux variables doivent évoluer dans la même direction. En période d'expansion, le système productif a besoin de plus de travailleurs pour satisfaire la demande, de sorte que l'emploi augmente et que le chômage baisse. Mais, même si un travailleur de plus est potentiellement un chômeur de moins, le taux de chômage (U/A) ne va pas reculer dans les mêmes proportions que l'emploi va progresser, en raison en particulier de

la dynamique propre à la population active. Celle-ci est déterminée par la démographie de la population totale ainsi que par le taux de participation, qui est lui-même notamment influencé par la généralisation du travail des femmes, par des facteurs institutionnels comme l'obligation scolaire, par l'âge du départ à la retraite ou par les règles d'exclusion du chômage ainsi que par le cycle conjoncturel propre à la population active. Le graphique 1 offre une vue d'ensemble des relations brièvement esquissées ici.

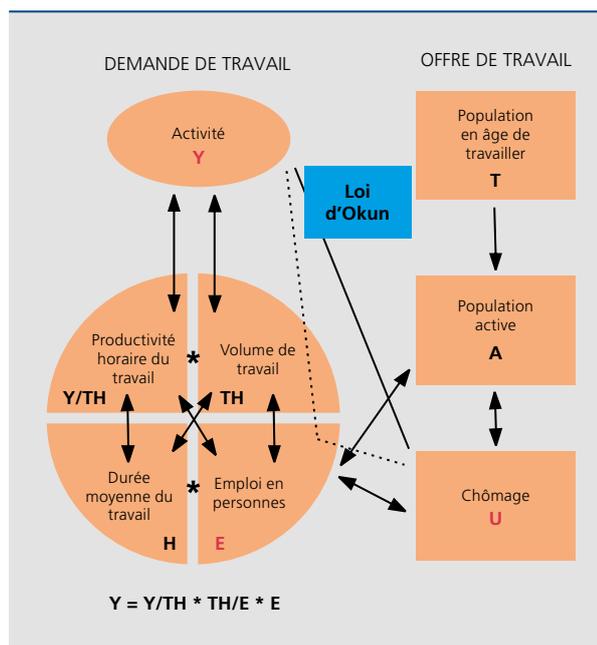
1.2 Évolution historique de l'activité et de l'emploi

Le graphique 2 confronte l'évolution de la croissance économique à celle de l'emploi sur une longue période. Il en ressort clairement que celles-ci sont positivement corrélées. Toutefois, les moments où se produisent les pics ou les creux du cycle économique ne correspondent pas à ceux qui caractérisent la croissance de l'emploi. De manière générale, la croissance de l'emploi n'est affectée par les fluctuations de la demande qu'avec un certain décalage. Ce délai de réaction n'a pas été stable au cours des cinquante dernières années, dépendant notamment de la profondeur du ralentissement, de son origine, de sa longueur attendue et du recours par les employeurs aux instruments de flexibilité.

L'adaptation des capacités de production à la modification des perspectives d'activité est un processus coûteux et qui demande du temps. Avant de licencier (d'embaucher) du personnel (supplémentaire), les entreprises réagissent prioritairement à un tassement (une reprise) de l'activité en exploitant leur marge intensive de production (durée moyenne de travail et/ou productivité horaire).

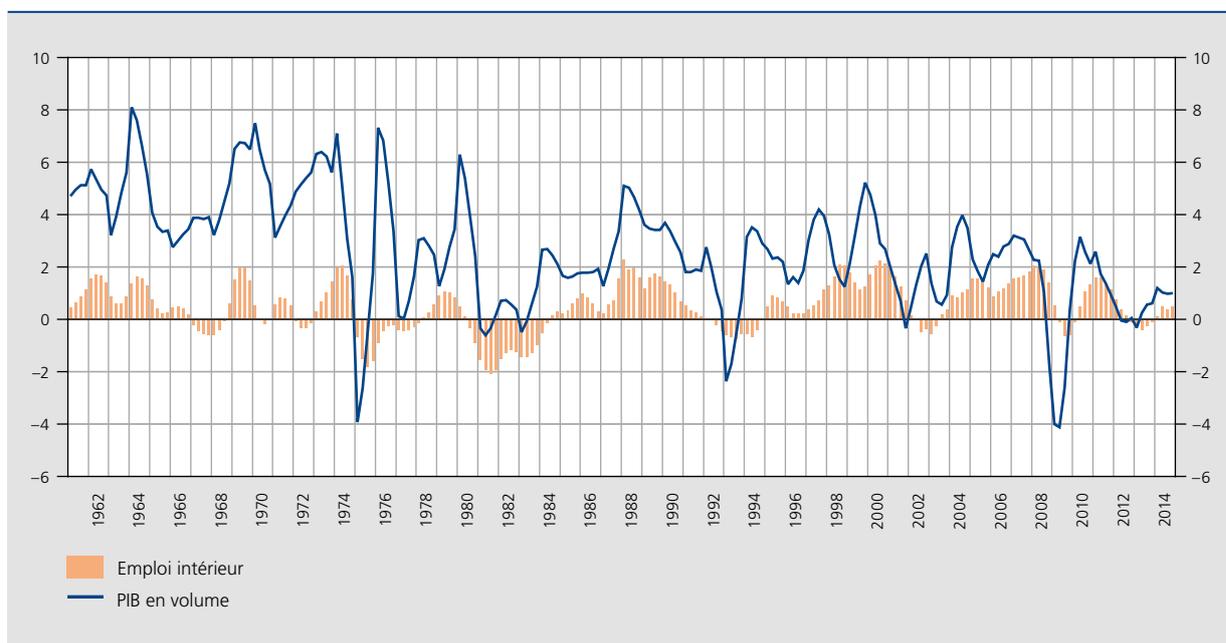
Grâce à divers systèmes d'organisation, comme l'adaptation des heures supplémentaires, le passage au temps partiel, ou encore le régime du chômage temporaire, les entreprises peuvent mieux accorder leur utilisation de la main-d'œuvre aux besoins de la production (ajustement quantitatif interne). Dans un scénario où la mauvaise conjoncture se prolonge, lorsque ces marges ont été épuisées, et que la résistance financière des entreprises n'est plus assurée, les licenciements ne peuvent en revanche être évités (ajustement quantitatif externe). Par ailleurs, compte tenu des procédures à respecter, les suppressions de postes dans le cadre des programmes de licenciement collectif ne deviennent effectives qu'après un certain délai; dans les faits, plusieurs mois peuvent s'écouler entre l'annonce d'un licenciement collectif et les pertes d'emplois, ce qui contribue à ce décalage temporel.

GRAPHIQUE 1 SCHÉMA DES RELATIONS COMPTABLES ENTRE ACTIVITÉ ET L'EMPLOI



GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION HISTORIQUE DE L'EMPLOI ET DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources : ICN, OCDE.

Dans le scénario inverse de reprise économique, ce n'est que lorsque les leviers de flexibilité dont disposent les firmes ont été activés et que la croissance de la demande se confirme que ces dernières font appel à de la main-d'œuvre supplémentaire, dont la procédure de recrutement prend elle aussi un certain temps.

2. Décomposition de la croissance du PIB

La variation du PIB peut être décomposée en trois contributions, à savoir les variations de l'emploi, de la durée moyenne de travail (les heures ouvrées par travailleur) et de la productivité horaire (le PIB par heure ouvrée, soit la productivité apparente). La contribution relative de ces facteurs n'est pas stable dans le temps. Le délai et la durée de réaction de l'emploi peuvent être illustrés en fixant le niveau des effectifs au moment du pic du PIB précédant une récession et en observant le moment où démarre le recul et la durée de celui-ci. C'est ce que montre le graphique 3 pour les cinq épisodes de récession recensés en Belgique de 1970 à 2014 :

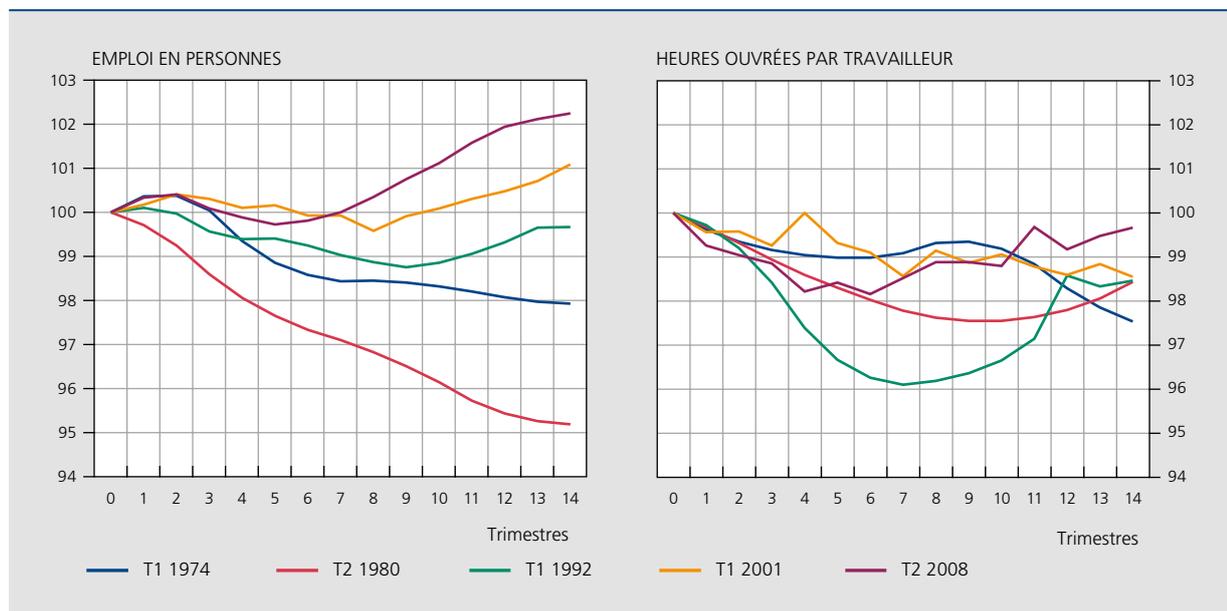
– lors du premier choc pétrolier, dans les années 1970, l'emploi a réagi avec trois trimestres de retard au tassement de l'activité. Une fois amorcées, les destructions nettes d'emplois ont été significatives

pendant un an, avant de se prolonger à une cadence moins importante ;

- au cours de l'épisode de 1980-1981, qui a fait suite au deuxième choc pétrolier, l'emploi a réagi sans tarder et à un rythme rapide. Les pertes d'effectifs se sont étalées sur une période de plus de trois ans ;
- la récession suivante, enclenchée en 1992, a donné lieu à des pertes nettes d'emplois bien plus mesurées, avec une contraction presque immédiate mais assez lente et une reprise au dixième trimestre (soit après deux ans) ;
- lors de l'épisode de 2001, la baisse d'activité réelle a été relativement faible. Les destructions nettes de postes de travail n'ont été observées qu'avec un décalage de trois trimestres et ont été modestes comparativement aux autres crises économiques ;
- enfin, lors de la grande récession, l'emploi a suivi le mouvement de déclin de l'activité avec trois trimestres de retard. Sa croissance d'un trimestre à l'autre est donc devenue négative au début de 2009. L'ampleur des pertes nettes d'emplois par rapport au pic d'activité ayant précédé la récession est demeurée bien plus faible que lors des épisodes antérieurs, surtout au regard de la diminution de l'activité réelle enregistrée. En raison de la crise des dettes souveraines dans la zone euro, l'emploi a entamé une nouvelle décroissance en Belgique entre 2012 et 2013 (au-delà de l'horizon de 14 trimestres couvert au graphique 3).

GRAPHIQUE 3 RÉACTIONS DE L'EMPLOI INTÉRIEUR EN PERSONNES ET DES HEURES MOYENNES PAR TRAVAILLEUR PENDANT LES ÉPISODES DE RÉCESSION ÉCONOMIQUE

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier; indices, respectivement niveaux d'emploi et d'heures correspondant au pic du PIB en volume avant la récession, = 100)



Sources: ICN, OCDE, BNB.

Les marges de manœuvre dont disposent les entreprises expliquent que les délais de réaction de l'évolution de l'emploi par rapport à celle du PIB peuvent être plus courts en termes d'heures ouvrées que de nombre de personnes occupées. Lors du premier choc pétrolier, le recul des heures observé a poursuivi un mouvement entamé bien avant 1974 et a davantage reflété une tendance à la baisse de la durée moyenne de travail. Lors du second choc pétrolier, les heures moyennes ont ainsi diminué parallèlement à l'emploi. Cependant, elles ont affiché une légère reprise avant celui-ci. Au début des années 1990, la contraction des heures ouvrées a été plus profonde que celle de l'emploi, mais la situation s'est redressée après sept trimestres. L'utilisation prioritaire de la marge intensive (durée moyenne de travail) s'est surtout vérifiée lors de la récession du début des années 2000 et en 2008-2009. Les heures moyennes ont toutefois fléchi relativement lentement au début des années 2000, tandis que les heures ouvrées par travailleur se sont adaptées plus rapidement lorsque la grande récession s'est amorcée. Le repli du rythme de travail s'est alors étalé sur quatre trimestres.

Le recours au chômage temporaire et les mesures de crises adoptées en 2009 sont régulièrement évoqués pour expliquer la relative stabilité de l'emploi en Belgique en dépit de la gravité de la crise de 2008-2009. En effet, les personnes mises au chômage temporaire restent inscrites

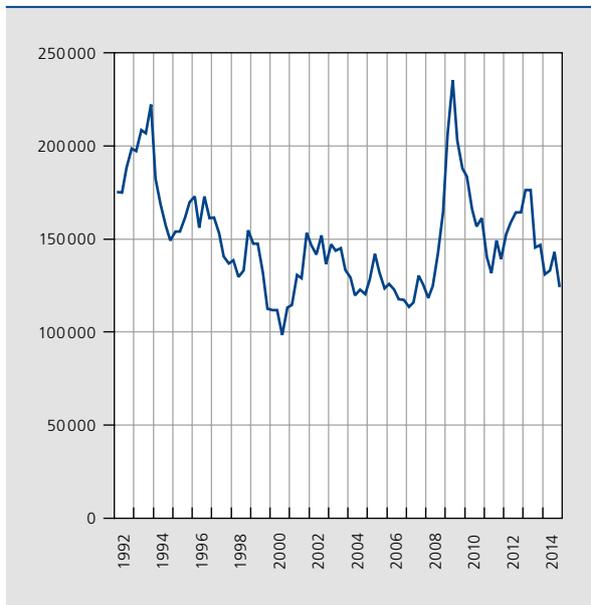
dans le registre du personnel de l'entreprise même si elles ne prestent pas leur travail les jours concernés. S'il est vrai que le niveau du chômage temporaire a été historiquement élevé et que, partant d'un taux bas en 2008, son degré d'accroissement a été spectaculaire en 2009, les mesures additionnelles prises à l'époque (mesures dites « de crise ») n'ont rencontré qu'un succès relativement limité. Au plus fort de la récession, plus de 200 000 ouvriers étaient enregistrés comme chômeurs temporaires, alors que le système similaire développé pour les employés (appelé « suspension employés en raison d'un manque de travail pour entreprises en difficulté » et pérennisé depuis) n'a touché au maximum que 8 000 personnes en 2010. Par ailleurs, le crédit-temps de crise, qui permettait à un employeur reconnu en difficulté de proposer individuellement à ses travailleurs à temps plein un crédit-temps sous la forme d'une réduction de moitié ou d'un cinquième de leurs prestations, a concerné moins de 3 000 personnes.

En fait, le recours au chômage temporaire ouvrier par les entreprises belges revêt un caractère largement structurel; entre 1992⁽¹⁾ et 2014, le nombre de bénéficiaires n'a été inférieur à 100 000 (en moyenne) que pendant un trimestre, soit au 3^e trimestre de 2000. Cet instrument existe

(1) Début de la série exprimée en nombre de bénéficiaires de paiements.

GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTION DU CHÔMAGE TEMPORAIRE

(ouvriers, unités physiques, tous motifs confondus⁽¹⁾, moyennes trimestrielles corrigées des variations saisonnières)



Sources: ONEM, BNB.

(1) Les raisons économiques représentent environ 70 % de l'ensemble des motifs (en moyenne sur la période 1999-2014).

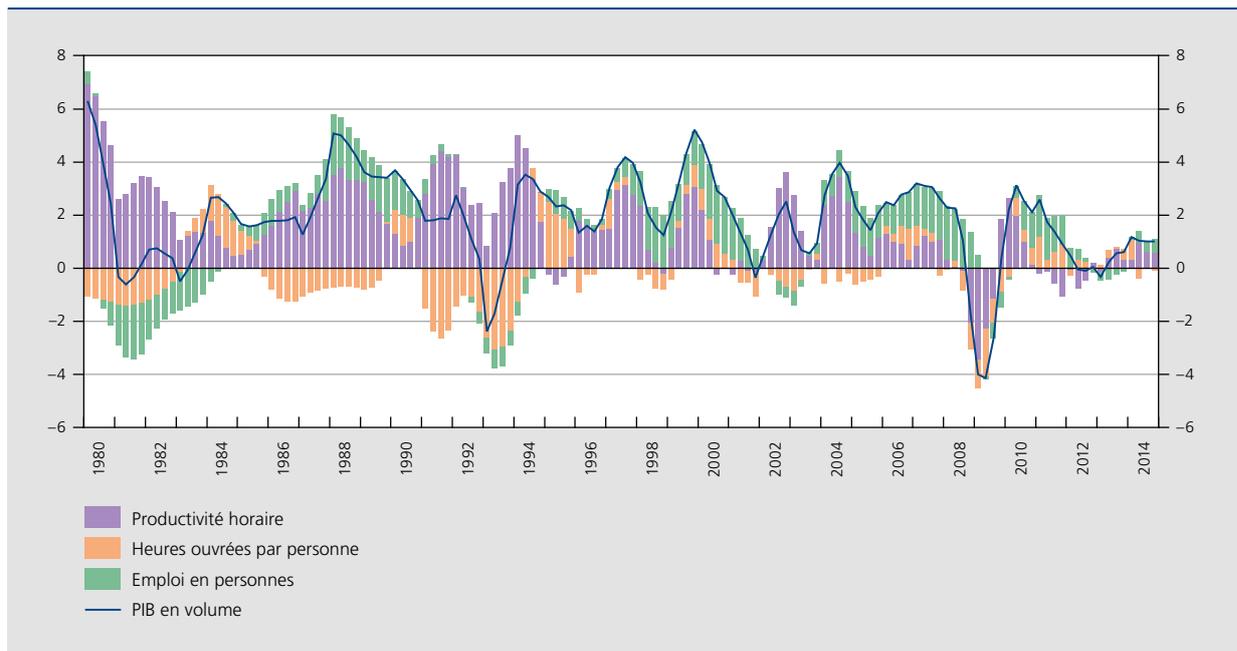
de longue date en Belgique. Dès sa création en 1935, l'Office national du placement et du chômage (précurseur de l'ONEM) prévoyait déjà une forme de chômage temporaire pour les ouvriers, mais sans qu'il n'y ait à ce stade de cadre légal⁽¹⁾.

L'écart entre l'évolution du volume total de travail et celle de l'activité réelle correspond à l'adaptation mécanique de la productivité horaire apparente. Le graphique 5 ci-après présente, pour la période 1980-2014, l'évolution des taux de croissance des marges intensives et extensives pour étudier leur comportement tout au long du cycle économique. Historiquement, la productivité horaire a joué un rôle d'amortisseur, aussi bien durant les phases de ralentissement conjoncturel, marquées par une croissance plus faible de la productivité, que pendant celles de reprise, où la croissance est plus vive, les entreprises privilégiant la reconstitution de leurs marges. Toutefois,

(1) En 1954, les différentes possibilités permettant de suspendre un contrat de travail (entre autres, le manque de travail pour causes économiques, d'intempéries ou de cas de force majeure) ont été légalisées, sans qu'il n'y ait de restriction d'accès par secteur d'activité. Cependant, il existe un régime spécifique pour le secteur de la construction. Au fur et à mesure, de nouvelles règles en matière de chômage temporaire sont entrées en vigueur (obligation de communication à l'ONEM, procédures de contrôle, hauteur des allocations de remplacement, etc.), certaines étant applicables à l'ensemble des secteurs, d'autres concernant uniquement le secteur de la construction.

GRAPHIQUE 5 DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU PIB

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources: ICN, OCDE, BNB.

la croissance de la productivité horaire, bien qu'étant pro-cyclique, est presque toujours restée positive jusqu'au déclenchement de la grande récession. Par contre, comme attendu au vu de la baisse relativement limitée des heures individuelles observée ensuite, c'est la productivité horaire qui a davantage pâti du recul de l'activité.

Pour préserver l'emploi, les entreprises peuvent accepter une baisse de la productivité horaire, d'une part, tandis que les salariés peuvent consentir à une diminution des heures ouvrées, et donc de leur revenu, d'autre part. La crainte des employeurs de se retrouver – dans une situation d'inadéquations sur le marché du travail et de vieillissement de la population – en manque de main-d'œuvre qualifiée au moment de la reprise aurait donc été plus forte que la peur d'une perte temporaire de la rentabilité induite par une réduction de la productivité horaire du travail.

Lors de la grande récession, la mise en réserve de la main-d'œuvre a permis, dans un premier temps, de restreindre les pertes d'effectifs dans un contexte où les fondamentaux des entreprises étaient solides, mais le nouveau recul du PIB enregistré en 2012 a provoqué une chute de l'emploi en personnes plus importante en 2013 qu'en 2009. Ceci s'explique principalement par le fait que les mécanismes de rétention de main-d'œuvre n'ont pas joué leur rôle d'amortisseur dans la même mesure qu'en 2008 et en 2009. La longueur de la crise et la sortie hésitante de celle-ci ont écorné la capacité financière de certaines entreprises, rendant inéluctable l'adaptation des effectifs. En outre, les conditions de recours au chômage temporaire pour raisons économiques ont été durcies, une contribution de responsabilisation ayant été instaurée. Ainsi, le nombre de personnes ayant bénéficié du chômage temporaire s'est tassé en 2013, pour se rapprocher de sa moyenne de long terme.

3. Productivité et intensité en emplois de la croissance: analyse de long terme

La productivité fluctue au gré de la conjoncture, autour d'une tendance de moyen à long terme. Il est essentiel de distinguer les gains de productivité tendanciels de leurs évolutions conjoncturelles. En reprenant des taux de croissance moyens par décennie, le tableau 1 s'efforce de capter l'évolution de la composante tendancielle.

Exprimés en taux de croissance annuels moyens, les gains de productivité horaire sont passés de 4,2% dans les années 1970 à 0,9% dans les années 2000, pour chuter à 0,1% sur la période 2010-2014. Cette évolution tendancielle de la productivité suit le même mouvement que celle du PIB. Dans les années 1970, le taux de croissance annuel moyen du PIB s'élevait à 3,4%, pour ne plus se situer ensuite qu'aux alentours de 2% dans les années 1980 et 1990. Ce rythme de progression a ensuite encore ralenti dans les années 2000 et 2010, ne dépassant plus 1% en moyenne ces dernières années. L'autre composante du PIB, à savoir le volume de travail, a quant à elle affiché une croissance négative dans les années 1970 et 1980, pour remonter lentement jusqu'à 1% au cours de la période récente.

L'écart entre les taux de croissance annuels moyens de la productivité horaire et de la productivité par travailleur reflète l'évolution de la durée moyenne de travail. Celle-ci a diminué au fil du temps, en raison de plusieurs facteurs ayant trait notamment à une baisse du nombre d'heures contractuelles, à l'augmentation du taux de travail à temps partiel, au développement du recours au crédit-temps, mais aussi au changement de la structure de l'emploi au sein de l'économie (cf. infra).

TABLEAU 1 TAUX DE CROISSANCE ANNUELS MOYENS DES COMPOSANTES DE L'ACTIVITÉ
(moyennes annuelles, en pourcentage)

	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-2010	2010-2014 ⁽¹⁾
PIB	3,4	2,0	2,2	1,5	1,0
Emploi	0,2	0,2	0,6	0,9	0,6
Volume de travail	-0,8	-0,1	0,2	0,6	1,0
Productivité par personne	3,2	1,8	1,7	0,6	0,4
Productivité horaire	4,2	2,1	2,0	0,9	0,1

Sources: ICN, OCDE.

(1) Les résultats pour cette période plus courte sont influencés par les effets de la grande récession et de la crise des dettes souveraines.

Si on définit l'intensité en emplois de la croissance comme le rapport de la progression de l'emploi à la variation de l'activité, on obtient l'inverse de la croissance de la productivité par travailleur. De fait, l'intensité en emplois de la croissance suit une tendance nettement haussière. Parallèlement au mouvement de la croissance annuelle du PIB, entre les années 1970 et les années 2000, la croissance annuelle moyenne de l'emploi est passée de 0,2 à 0,9 % (0,6 % en 2010-2014). Ainsi, sans décomposer les évolutions entre tendance et cycle à ce stade, pour 1 % de croissance de l'activité dans les années 1970, l'économie ne créait pas d'emplois, alors qu'elle créait 0,3 % d'emplois supplémentaires dans les années 1990 et 0,6 % sur la période la plus récente. Cependant, pour étudier la sensibilité de l'emploi à la croissance (l'élasticité) il convient de ne se concentrer que sur la composante cyclique des séries, exercice qui sera réalisé au chapitre 5.

Notons par ailleurs que l'intensité en emplois de la croissance varie en fonction de la nature de l'activité. Elle est relativement élevée dans les branches des services, alors qu'elle est plus faible, voire négative, dans l'industrie, compte tenu de l'importance de la hausse continue de la productivité dans cette branche (cf. infra). Au niveau de l'ensemble de l'économie, l'intensité en emplois est tributaire de la structure de l'activité, et son évolution est susceptible d'être influencée par le glissement progressif vers une économie de services.

Dans un contexte où l'informatisation des métiers se poursuit, cette hausse de l'intensité en emplois peut sembler aller à contre-courant de certaines prédictions quant à la possibilité d'un remplacement à grande échelle de métiers « humains » par des robots. Dans le débat économique sur le sujet, les partisans de l'approche « maximaliste » vont assez loin puisque, selon eux, l'automatisation des métiers ne concernera plus seulement les tâches routinières, mais touchera également de plus en plus de métiers qualifiés impliquant des tâches cognitives et non routinières. L'étude de Frey et Osborne (2013) applique une probabilité d'automatisation à des centaines de métiers aux États-Unis. Les métiers caractérisés par un haut degré de créativité, de compétences sociales, de qualités perceptives et de manipulation présentent moins de risques. Le même exercice a été réalisé par l'institut Bruegel (Bowles, 2014) pour les pays européens. Il en ressort que, pour la Belgique, 50 % des métiers seraient à risque. Les résultats de ce type d'études doivent cependant être nuancés car

ils sont entachés d'un évident degré d'incertitude, et l'analyse ne précise pas à quel horizon temporel les changements pourraient se produire : d'ici là, la définition des métiers actuels aura pu changer. En effet, la dynamique de disparition et d'apparition de nouveaux métiers (qui pourraient justement émerger du fait de ces changements technologiques) n'est pas un phénomène nouveau et est au cœur des préoccupations de Schumpeter.

4. Influence des changements dans la structure d'activité

4.1 Évolution de l'emploi dans les branches d'activité⁽¹⁾

L'emploi ne réagit pas aux fluctuations conjoncturelles de la même manière dans toutes les branches d'activité. Celles dites de marché ou sensibles à la conjoncture regroupent l'agriculture, la construction, l'industrie et les services marchands⁽²⁾. Les services non marchands incluent l'administration publique et l'enseignement ainsi que la santé, l'action sociale et les autres activités de services non marchands.

Les services non marchands ont affiché une croissance stable de l'emploi jusqu'à la fin de 2011, c'est-à-dire y compris au plus fort de la grande récession. Depuis 2012, le rythme de progression s'est ralenti, dans un contexte de consolidation budgétaire. En revanche, les variations de l'emploi dans les services marchands suivent de près celles de l'activité, et le nombre de personnes occupées y a reculé en 2009. Enfin, des emplois continuent d'être détruits dans l'industrie depuis 2002, le mouvement s'étant renforcé pendant la grande récession. Ce recul « structurel » traduit en partie la réorganisation du processus de production dans l'industrie : des fonctions auparavant exercées au sein même des firmes de la branche ont été délocalisées ou externalisées vers des entreprises de services afin de permettre davantage de flexibilité et une meilleure maîtrise des coûts.

En moyenne en 2014, la part de l'emploi industriel dans l'emploi total s'est établie à 12 %, contre 19 % en 1995, tandis que celle des services marchands en a représenté l'essentiel, avec 46 % (contre 41 % près de 20 ans plus tôt) et les services non marchands 35 %, soit plus d'un tiers⁽³⁾.

Ce sont donc non seulement le recours aux instruments de flexibilité habituels, mais également la résistance de certaines branches aux fluctuations de l'activité, en particulier les services non marchands, qui bénéficient

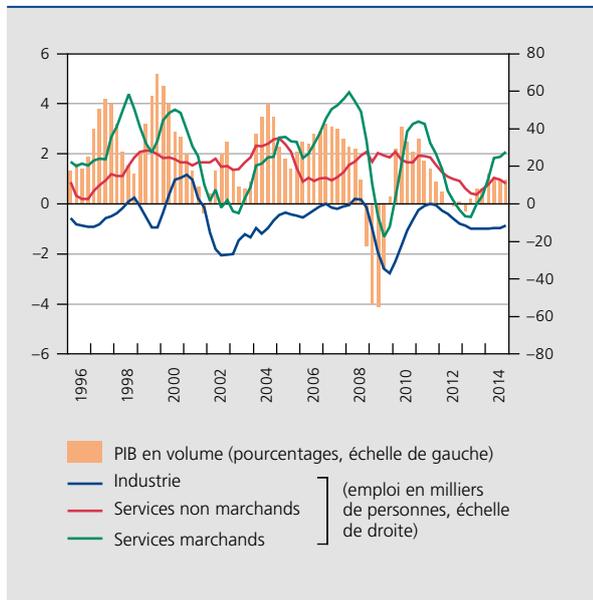
(1) Dans les séries actuelles de l'ICN (SEC 2010), la ventilation de l'emploi par branche d'activité démarre en 1995.

(2) Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles ; transports et entreposage ; hébergement et restauration ; information et communication ; activités financières et d'assurance ; activités immobilières ; activités spécialisées, scientifiques et techniques et activités de services administratifs et de soutien.

(3) L'agriculture et la construction n'ont pas été retenues.

GRAPHIQUE 6 CROISSANCE DE L'ACTIVITÉ ET DE L'EMPLOI SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Source : ICN.

généralement d'un large subventionnement de la part des pouvoirs publics, qui ont permis de limiter les pertes d'emplois durant la grande récession.

La part d'emplois dans le secteur non marchand est relativement élevée en Belgique. Depuis 1995, la progression de l'emploi en Belgique est principalement le résultat de créations nettes de postes financées en totalité ou en grande partie par les pouvoirs publics. Il s'agit de personnel supplémentaire dans les administrations et l'enseignement, mais aussi et surtout de travailleurs actifs dans les domaines de la « santé humaine et action sociale » et dans le système des titres-services auprès d'employeurs privés. Au total, on estime ainsi que sept emplois sur dix créés entre 1995 et 2014 reposent sur un financement essentiellement public.

La tertiarisation de l'économie constitue un des facteurs à l'origine de la tendance de fond qu'affichent la productivité totale et la durée moyenne de travail.

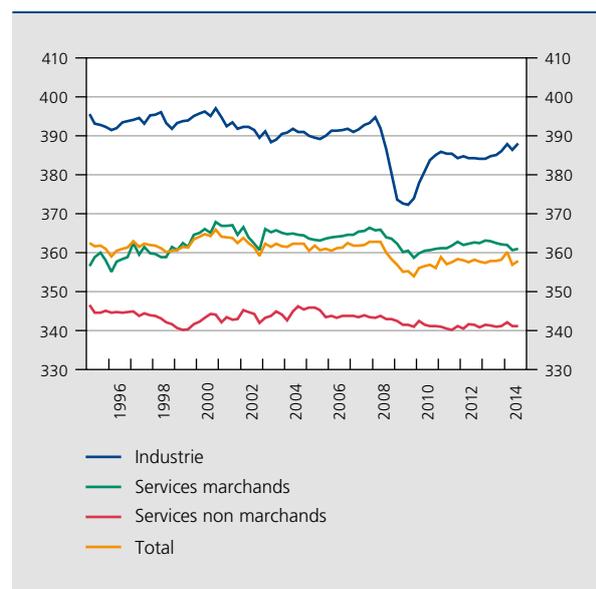
4.2 Durée de travail dans les branches d'activité

La durée moyenne de travail est généralement plus faible dans les services que dans l'industrie. À la fin de 2014, un salarié prestait en moyenne 388 heures par trimestre dans l'industrie, contre 361 dans les services marchands et à peine 341 dans les services non marchands. En outre, à l'instar de l'industrie, le non-marchand enregistre une baisse tendancielle des heures moyennes par personne. Le creux observé dans l'industrie en 2009 s'explique par la profonde adaptation des heures de travail des salariés en réponse à la crise. Le nombre de celles-ci n'a toujours pas renoué avec son niveau antérieur.

Ces nettes différences de niveaux s'expliquent par la plus forte proportion de travailleurs à temps partiel dans les services, en particulier non marchands. En 2013, selon les résultats des enquêtes sur les forces de travail (EFT), plus d'un tiers des travailleurs des services non marchands étaient occupés à temps partiel. Dans les services marchands, environ un quart des salariés ont un horaire réduit, alors que dans l'industrie seul un travailleur sur dix n'est pas occupé à temps plein. La modification de la structure de l'emploi, avec une part plus importante de branches où le taux de travail à temps partiel est élevé, a donc pesé sur la durée moyenne totale de travail dans l'économie.

GRAPHIQUE 7 HEURES MOYENNES OUVRÉES PAR SALARIÉ SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ

(niveau par trimestre, données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : ICN.

La surreprésentation des femmes dans certaines branches d'activité n'est pas étrangère à ce phénomène. En effet, les deux tiers des emplois dans les services non marchands sont occupés par des femmes; or, les femmes actives professionnellement le sont à temps partiel dans plus de 40 % des cas. Ce dernier ratio a doublé depuis le début des années 1980. Environ un travailleur masculin sur dix seulement a un horaire de travail réduit, mais cette part a quintuplé depuis le début des années 1980. Au total, le taux de travail à temps partiel est passé de 8 % à près de 25 % sur la même période. La progression du taux de participation des femmes au marché du travail, la prolongation de la vie active des travailleurs âgés et la plus grande implication des hommes dans les responsabilités familiales constituent des facteurs qui soutiennent cette tendance.

4.3 Productivité dans les branches d'activité

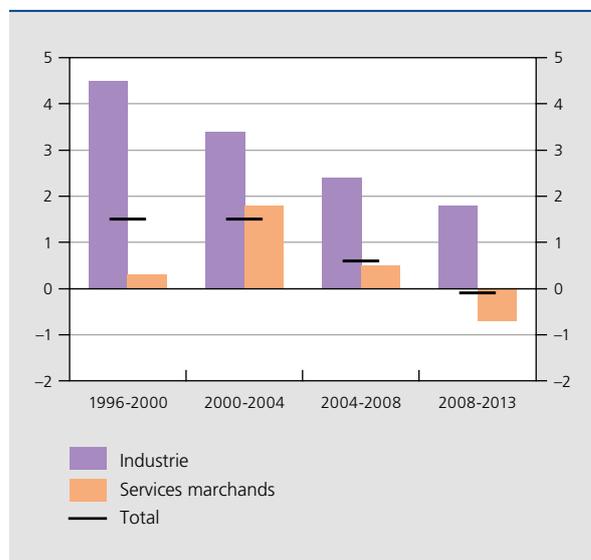
Des changements dans le poids relatif des branches d'activité de l'économie permettent aussi en partie d'expliquer l'évolution de la productivité moyenne du travail. En pratique, il n'est pas possible d'obtenir une mesure de la production de toutes les activités économiques car certaines sont non marchandes⁽¹⁾. Dans ce cas, la valeur ajoutée est estimée, dans les comptes nationaux, comme étant la somme des coûts⁽²⁾. La mesure de la productivité est alors biaisée puisque toute modification de la masse salariale se retrouve intégralement dans la modification de la valeur ajoutée. Pour cette raison, le graphique 8 ne compare l'évolution tendancielle de la productivité que pour l'industrie et les services marchands.

Le niveau et la croissance de la productivité ont toujours été plus faibles dans les services que dans l'industrie. Le taux de croissance annuel moyen de la productivité horaire dans l'industrie est passé de 4,5 % en 1996-2000 à 1,8 % sur la période récente englobant la grande récession. Dans les services marchands, le taux de croissance annuel moyen de la productivité s'est fortement accéléré entre 2000 et 2004, notamment sous l'effet de l'augmentation de l'intensité capitaliste, et en particulier de celle liée aux investissements en TIC (Bureau fédéral du plan, 2007), sans toutefois excéder le taux de croissance enregistré dans l'industrie. Dans les télécommunications, le taux de croissance annuel moyen entre 2000 et 2004 a dépassé 10 %, tandis qu'il a été supérieur à 5 % dans les activités du commerce au cours de cette même période. Dans les activités financières et d'assurance, ce rythme dépassait 5 % durant la deuxième moitié des années 1990.

(1) Le prix de vente ne couvre pas 50 % des coûts de production.

(2) Consommation intermédiaire, rémunération des salariés, autres impôts nets de subventions sur la production et consommation de capital fixe.

GRAPHIQUE 8 TAUX DE CROISSANCE ANNUELS MOYENS DE LA PRODUCTIVITÉ HORAIRE SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ⁽¹⁾
(moyennes annuelles, en pourcentage)



Sources : ICN, BNB.

(1) Sur la base des comptes annuels détaillés, dont la dernière année disponible est 2013. Estimation du volume d'heures des indépendants avant 1999.

Ensuite, le taux de croissance annuel moyen dans les services marchands est retombé, devenant même négatif entre 2008 et 2013. Ainsi, les développements au départ prometteurs n'ont pas permis d'empêcher la diminution tendancielle de la croissance des gains de productivité pour l'ensemble de l'économie.

5. Estimation de la relation entre l'activité et l'emploi

Comme expliqué dans la partie 3 ci-avant et illustré au tableau 1, les taux de croissance du PIB, de l'emploi et des heures ouvrées totales affichent des tendances de long terme non linéaires et divergentes. Ceci implique que, pour étudier et, surtout, pour mesurer les relations entre ces variables tout au long du cycle des affaires, il est essentiel de distinguer le cycle de la tendance. Cette décomposition peut s'opérer par exemple pour les variables au cœur du graphique 1, constitutives de la loi d'Okun (1962). La loi d'Okun représente la régularité empirique observée par ce dernier concernant la relation entre le chômage et le PIB réel :

$$U_t - U_t^* = \alpha(Y_t - Y_t^*) + \varepsilon_t^{ny} \quad \alpha < 0 \quad (2)$$

où U_t représente le taux de chômage, Y_t le logarithme népérien du PIB réel et U_t^* et Y_t^* la valeur tendancielle de

ces variables. La différence entre l'observation d'une variable et sa valeur tendancielle constitue la composante cyclique de cette variable, ou encore le gap relatif à cette variable. Le coefficient α décrit donc la sensibilité de la composante cyclique du taux de chômage à une variation de 1 % de la composante cyclique du PIB. L'équation (2) ci-dessus est habituellement utilisée pour estimer de combien de pour cent (à savoir $-1/\alpha$) l'activité réelle devrait s'élever au-dessus de sa tendance de long terme pour générer une baisse de 1 point de pourcentage du taux de chômage par rapport à l'équilibre de long terme.

Cette relation peut être vue comme découlant de deux autres relations empiriques éprouvées, à savoir, d'une part, la corrélation positive entre la composante cyclique de l'emploi et celle du PIB et, d'autre part, la corrélation négative entre la composante cyclique de l'emploi et celle du taux de chômage :

$$E_t - E_t^* = \beta(Y_t - Y_t^*) + \varepsilon_t^{ey}, \beta > 0 \quad (3)$$

$$U_t - U_t^* = \gamma(E_t - E_t^*) + \varepsilon_t^{ue}, \gamma < 0 \quad (4)$$

avec⁽¹⁾ : $\gamma = \alpha/\beta$ et $\varepsilon_t^{uy} = \varepsilon_t^{ue} + \gamma\varepsilon_t^{ey}$

où E_t représente le logarithme népérien de l'emploi en personnes.

Il existe plusieurs façons de procéder pour opérer cette distinction tendance-cycle. Un certain consensus existe en faveur de la méthode popularisée par Hodrick et Prescott⁽²⁾. L'un des avantages de celle-ci est qu'elle permet de prendre explicitement en considération des mouvements de moyen/long terme dans la tendance, contrairement à une analyse en taux de croissance, qui suppose implicitement une tendance linéaire constante. Cette décomposition est illustrée au graphique 9 pour le PIB, d'une part, et pour l'emploi, d'autre part.

La différence entre la tendance et la série brute donne la composante cyclique, exprimée en pourcentage de déviation par rapport à la tendance. Par construction, elle évolue de façon stationnaire autour de 0. L'observation conjointe des composantes cycliques de l'emploi et du PIB réel est riche d'enseignements :

- l'emploi y apparaît bien comme une variable procyclique retardée, c'est-à-dire qu'il évolue avec un léger décalage par rapport au PIB. Cette caractéristique transparaît plus clairement qu'au graphique 2, exprimé en taux de croissance annuel. De plus, on constate que ses mouvements tout au long du cycle des affaires sont d'une amplitude équivalente à environ deux tiers de celle du PIB ;
- d'un cycle à l'autre, la relation emploi-PIB peut changer d'intensité. Prenons l'exemple de la récente double récession de 2008-2010 et de 2011-2012. Lors de la crise financière, la composante cyclique de l'emploi a réagi avec retard et avec une extrême modération tant lors de la phase de croissance que durant celle de décroissance qui a eu lieu autour de 2008. Lors de la « réplique » de la crise des dettes souveraines, par contre, l'emploi a réagi simultanément et exactement dans la même proportion que l'activité économique.

5.1 Estimation pour différentes économies

Il faut bien comprendre que les expressions (2) à (4) ne prétendent nullement être vérifiées de trimestre en trimestre. Dès lors, pour l'estimation économétrique des coefficients de ces équations, à savoir α , β et γ , il est préférable de recourir à une spécification dynamique. La dynamique introduite permet de prendre en considération le fait que le cycle de l'emploi accuse un léger retard sur celui de l'activité économique réelle, comme observé supra.

$$U_t - U_t^* = \alpha_0 + \alpha_1(Y_t - Y_t^*) + \alpha_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \alpha_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{uy}; \alpha = \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 \quad (5a)$$

$$E_t - E_t^* = \beta_0 + \beta_1(Y_t - Y_t^*) + \beta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{ey}; \beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 \quad (5b)$$

$$U_t - U_t^* = \gamma_0 + \gamma_1(E_t - E_t^*) + \gamma_2(E_{t-1} - E_{t-1}^*) + \gamma_3(E_{t-2} - E_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{ue}; \gamma = \gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3 \quad (5c)$$

$$\text{avec } \gamma_3 = \left[\frac{\alpha}{\beta} - \gamma_1 - \gamma_2 \right]$$

Les tableaux suivants ne rapportent que la somme des coefficients associés aux différents retards de la variable explicative, à savoir uniquement les coefficients α , β et γ ⁽³⁾, afin d'en faciliter l'interprétation⁽⁴⁾.

Pour situer la valeur des élasticités α , β et γ obtenues pour la Belgique par rapport à celles d'autres économies développées, l'estimation du système d'équations (5) est également effectuée pour certains pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie et Pays-Bas), la zone euro dans son ensemble, le Danemark et le Royaume-Uni, ainsi que pour les

(1) Si on substitue le terme de droite de l'équation (4) par l'équation (3), on obtient une expression équivalente à l'équation (2). Les restrictions mentionnées dans le texte imposent au système estimé d'être cohérent avec la décomposition envisagée.

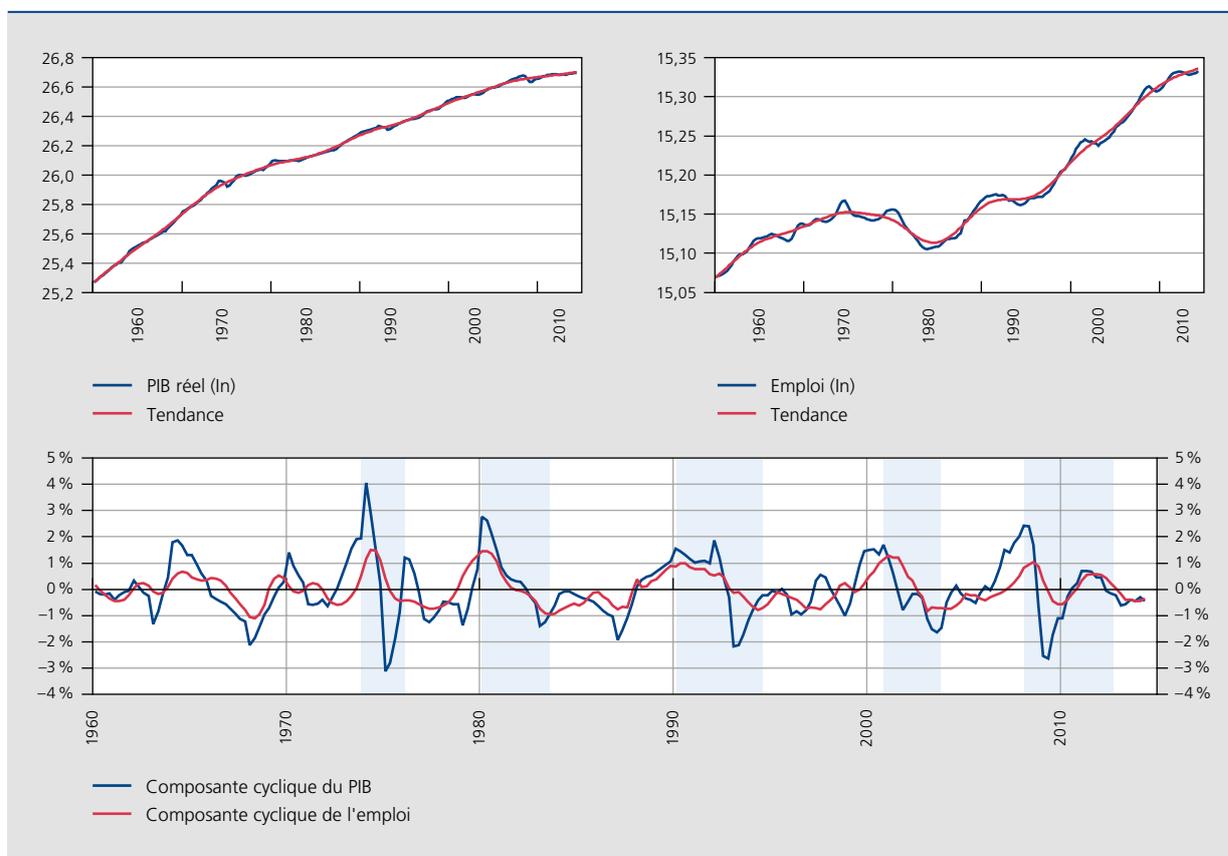
(2) La méthode elle-même a été mise au point par le mathématicien Edmund Whittaker en 1923. Elle utilise un coefficient de pénalité λ , pour la différence première de la tendance. Ce coefficient est habituellement fixé à 1600 pour des variables trimestrielles, ce qui est appliqué ici.

(3) Les tests de significativité statistique portent également sur la somme de tous les coefficients de pente partielle pour chacune des relations étudiées.

(4) L'estimation simultanée des trois équations réunies en un système permet d'imposer la restriction théorique $\gamma = \alpha/\beta$ sur les coefficients, ce qui n'est pas nécessairement le cas lorsque les équations sont estimées de façon indépendante.

GRAPHIQUE 9 TENDANCE ET CYCLE ÉCONOMIQUE DU PIB RÉEL ET DE L'EMPLOI

(logarithme népérien dans les graphiques du dessus et pourcentage de déviation par rapport à la tendance pour celui du bas. Les zones grisées correspondent aux périodes de récession)



Sources : OCDE, calculs propres.

États-Unis. L'estimation a été réalisée dans la mesure du possible sur la base de séries trimestrielles longues allant du premier trimestre de 1960 au deuxième trimestre de 2014. Toutefois, pour certains pays, les données ne sont pas disponibles pour l'ensemble de la période, de sorte que les coefficients estimés ne sont pas toujours totalement comparables. C'est le cas en particulier pour l'Irlande et pour l'Allemagne et, dans une moindre mesure, pour le Danemark, la zone euro, l'Espagne et la Finlande. Les périodes d'estimation sont systématiquement rapportées dans le tableau 2.

De façon attendue, le tableau 2 indique que la relation chômage-emploi est la plus forte. Le premier n'est en effet que le reflet du second à travers le filtre déformant de l'offre d'emploi, de sorte que la corrélation n'est pas parfaite. À ce sujet, il est intéressant de remarquer que l'élasticité γ (taux de chômage-emploi) est particulièrement

élevée en Belgique⁽¹⁾. Ce dernier point peut probablement s'expliquer par le système d'allocations de chômage illimitées dans le temps (jusqu'à récemment du moins), qui fait que, au sein de la population en âge de travailler, les mouvements vers et hors de la population active sont assez rares, ce qui implique une offre d'emploi relativement acyclique.

La colonne relative à l'élasticité emploi-PIB indique que l'emploi est plus sensible aux variations de l'activité économique aux États-Unis (0,82) que dans la zone euro (0,57). En ce qui concerne les pays constitutifs du cœur de l'Europe, c'est-à-dire la Belgique, les Pays-Bas, la France et le Royaume-Uni, cette élasticité est très proche et évolue aux alentours de 0,5.

A priori, le fait, pour un pays, d'être doté d'une forte (faible) élasticité emploi-PIB est typique d'un marché de l'emploi flexible (rigide). Pour la plupart des pays de l'échantillon, le classement n'est pas trop surprenant, à l'exception notable de l'Espagne, qui s'érige en

(1) Elle y est de 0,8, seulement devancée par l'Allemagne, à 0,9. Les chiffres calculés pour l'Allemagne ne sont toutefois pas tout à fait comparables, en raison d'une période d'estimation beaucoup plus courte.

TABLEAU 2 ESTIMATIONS DES ÉLASTICITÉS CHÔMAGE-PIB, EMPLOI-PIB ET CHÔMAGE-EMPLOI POUR DOUZE ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES

Pays	Période	Élasticité chômage-PIB		Élasticité emploi-PIB		Élasticité chômage-emploi	
		α	R ²	β	R ²	γ	R ²
Allemagne	91T3-14T2	-0,273** (0,023)	0,505	0,304** (0,024)	0,427	-0,898** (0,065)	0,785
Belgique	60T3-14T2	-0,401** (0,020)	0,559	0,512** (0,023)	0,568	-0,783** (0,037)	0,692
Danemark	66T3-14T2	-0,348** (0,019)	0,636	0,567** (0,024)	0,599	-0,614** (0,032)	0,686
Espagne	76T3-14T2	-0,903** (0,044)	0,754	1,302** (0,052)	0,766	-0,694** (0,033)	0,831
Finlande	75T3-14T2	-0,418** (0,017)	0,715	0,637** (0,020)	0,771	-0,656** (0,025)	0,884
France	66T3-14T2	-0,281** (0,013)	0,560	0,462** (0,016)	0,710	-0,608** (0,028)	0,740
Irlande	90T3-14T2	-0,387** (0,031)	0,611	0,872** (0,043)	0,648	-0,444** (0,035)	0,848
Italie	60T3-14T2	-0,144** (0,014)	0,273	0,318** (0,021)	0,346	-0,453** (0,040)	0,456
Pays-Bas	60T3-14T2	-0,354** (0,018)	0,505	0,468** (0,022)	0,500	-0,756** (0,035)	0,829
Royaume-Uni	60T3-14T2	-0,302** (0,015)	0,656	0,491** (0,019)	0,547	-0,615** (0,028)	0,830
Zone euro	70T3-14T2	-0,348** (0,013)	0,804	0,571** (0,016)	0,772	-0,609** (0,021)	0,846
États-Unis	60T3-14T2	-0,467** (0,014)	0,849	0,824** (0,017)	0,832	-0,567** (0,019)	0,909

Sources : OCDE, calculs propres.

** indique une déviation significativement différente de zéro au seuil de 5 %, * indique une déviation significativement différente de zéro au seuil de 10 %, () écarts types.

championne de la flexibilité du marché de l'emploi⁽¹⁾, et de l'Allemagne, à l'autre extrémité du spectre. Jusqu'aux récentes réformes, le marché de l'emploi espagnol se caractérisait par une grande dualité, avec, d'une part, des emplois extrêmement protégés et, d'autre part, des emplois à durée déterminée et intérimaires offrant une énorme flexibilité à l'employeur. On peut supposer que ces derniers absorbent les chocs tant à la hausse qu'à la baisse et qu'ils sont responsables de la grande réactivité de l'emploi au cycle économique. On peut être surpris par la très faible sensibilité de l'emploi allemand à l'activité économique. Il faut toutefois prendre en compte le fait que l'échantillon est beaucoup plus court que pour les autres pays puisqu'il démarre en 1990, soit juste au moment où le pays entame le processus de réunification. L'Espagne mise à part, les États-Unis ont, avec l'Irlande,

clairement le marché du travail le plus dynamique (depuis les années 1990). Ils sont suivis par les pays scandinaves et, enfin, par les pays de la vieille Europe, l'Italie fermant la marche avec un emploi particulièrement peu réactif au cycle économique.

5.2 Robustesse de l'estimation de la relation emploi-PIB

Avant d'aller plus loin dans cette comparaison internationale, il convient de s'interroger sur la robustesse de ces estimations. Une première évaluation de la robustesse dans le temps de l'estimation de ces élasticités se fait à l'aide d'une variable binaire D_{85t} , qui prend la valeur 0 avant le premier trimestre de l'année 1985 et la valeur 1 à partir de cette date. Elle permet ainsi de scinder la période observée en deux parties quasiment égales. Cette date correspond en outre à une vague de mesures de

(1) Le fait que l'élasticité estimée soit significativement supérieure à l'unité pour ce pays est troublant et dénote un marché du travail pour le moins atypique.

libéralisation du marché du travail dans différentes économies. La relation emploi-PIB présentée dans le système d'équations (5) ci-avant est ré-estimée en permettant aux coefficients de pente partiels de changer pour la deuxième partie de la période d'estimation :

$$E_t - E_t^* = \beta_0 + \beta_1(Y_t - Y_t^*) + \beta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + D_{85} [\beta_4(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_5(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) \beta_6(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*)] + \varepsilon_t^{ey} \quad (6)$$

avec $\beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$ et $\beta_{D85} = \beta_4 + \beta_5 + \beta_6$

Le coefficient β indique l'élasticité emploi-PIB durant la première moitié de la période étudiée, tandis que la somme $\beta + \beta_{D85}$ donne cette même élasticité pendant la seconde moitié de la période⁽¹⁾. Les résultats obtenus pour les dix économies disposant d'un échantillon suffisamment vaste sont présentés au graphique 10. À chaque pays correspondent deux losanges, représentant respectivement β et $\beta + \beta_{D85}$, tandis que les traits rouges au-dessus et en dessous correspondent à l'intervalle de confiance à 95 % autour de ces estimations. Des intervalles de confiance qui

se chevauchent doivent s'interpréter comme le fait qu'il n'y a pas de changement de structure statistiquement significatif au seuil de 5 % dans la relation emploi-PIB. Les pays sont classés par ordre décroissant de l'élasticité emploi-PIB estimée pour la seconde moitié de la période observée.

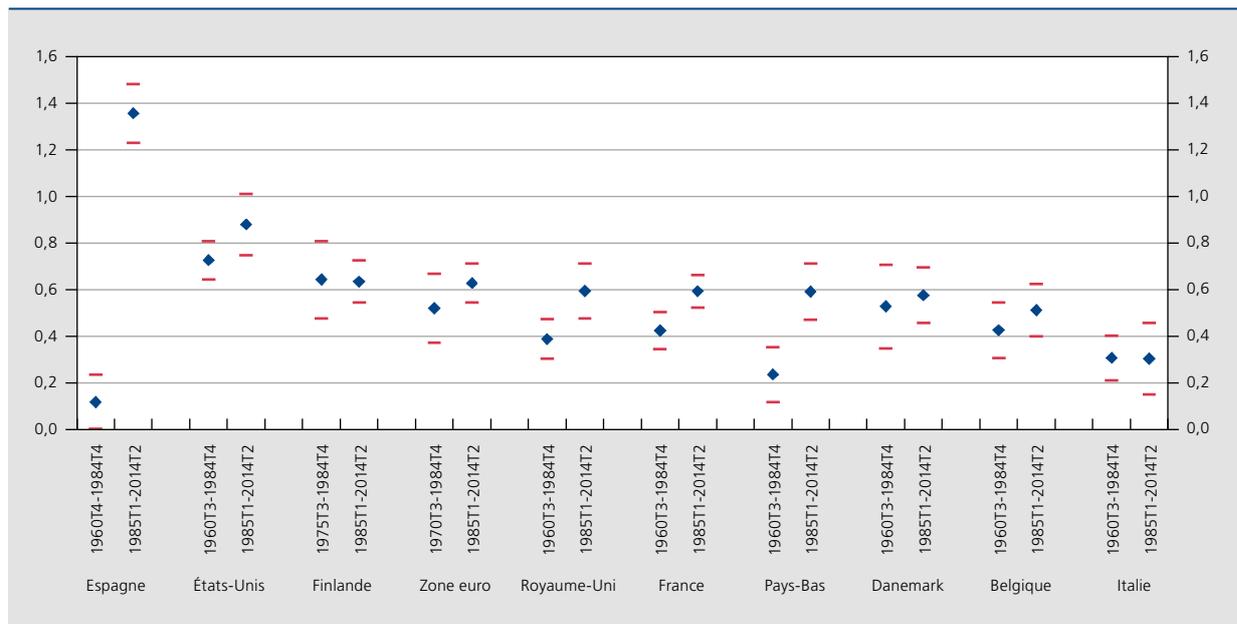
On note que, en général, l'élasticité emploi-PIB estimée est légèrement plus grande pour la seconde moitié de l'échantillon. Cette différence n'est toutefois pas significative pour six pays sur dix, les exceptions étant l'Espagne, les Pays-Bas, la France et le Royaume-Uni. Le cas particulier de l'Espagne est facilement explicable par la fin du franquisme, une certaine libéralisation du marché du travail et la course à l'intégration européenne. Le cas de la France a déjà été pointé antérieurement par Blanchard et Cohen (2004) ; il correspond à un allègement des contraintes pesant sur le marché du travail et sur la sécurité de l'emploi. Les Pays-Bas ont également profondément réformé leur marché de l'emploi après la crise des années 1980, apparemment de façon plus drastique que le Royaume-Uni de la période Thatcher⁽²⁾.

(1) On peut remarquer qu'en ne se souciant que de la somme des coefficients de pente partiels, on ne teste qu'un changement de structure global, mais il est tout à fait possible que, bien que ce coefficient global n'ait pas été modifié après 1985T1, la dynamique soit affectée, à savoir le poids relatif du PIB et du PIB retardé d'un ou deux trimestres. La présente étude fait l'impasse sur ce type de changements de structure.
 (2) Si on avait disposé de séries plus longues pour l'Irlande, il est vraisemblable qu'un changement de structure marqué aurait également été décelé pour ce pays, qui a entrepris de profondes réformes structurelles à partir de la fin des années 1980 et surtout au début des années 1990.

Les observations formulées plus haut ne sont pas modifiées par la prise en considération d'un changement possible dans la relation emploi-PIB au milieu des années 1980. Après 1985, les intervalles de confiance à 95 % montrent que cette élasticité est statistiquement non différente

GRAPHIQUE 10 TEST D'UN CHANGEMENT DE STRUCTURE DANS LA RELATION EMPLOI-PIB AUTOUR DE 1985T1

(les traits rouges correspondent aux intervalles de confiance à 95 % autour des élasticités estimées, représentées par les losanges)



Sources : OCDE, calculs propres.

entre la Belgique, le Danemark, la France, la Finlande, le Royaume-Uni et la zone euro dans son ensemble. Enfin, s'agissant de cette élasticité emploi-PIB, la Belgique apparaît particulièrement proche du Danemark, une autre petite économie très ouverte elle aussi très durement marquée par le second choc pétrolier. Cette comparaison pourrait paraître flatteuse, le Danemark étant le pays de la « flexicurité », mais elle est fallacieuse dans la mesure où elle ne vaut que pour la relation emploi-PIB. Si on considère le niveau du taux de chômage et la durée moyenne du chômage, ces deux paramètres sont nettement plus bas au Danemark.

Un deuxième test de robustesse peut-être effectué au niveau de la symétrie de la relation emploi-croissance selon que l'économie est ou non en récession. Pour ce faire, nous considérons cinq épisodes de crise économique :

- 1973T3-1976T1 : première crise pétrolière ;
- 1980T1-1983T3 : seconde crise pétrolière ;
- 1990T2-1994T3 : crise bancaire en Finlande et en Suède (1990-1993) et crise du SME (1992-1993) ;
- 2001T1-2003T2 : crise des valeurs technologiques et répercussions des attentats de New York sur l'industrie du transport aérien et autres ;

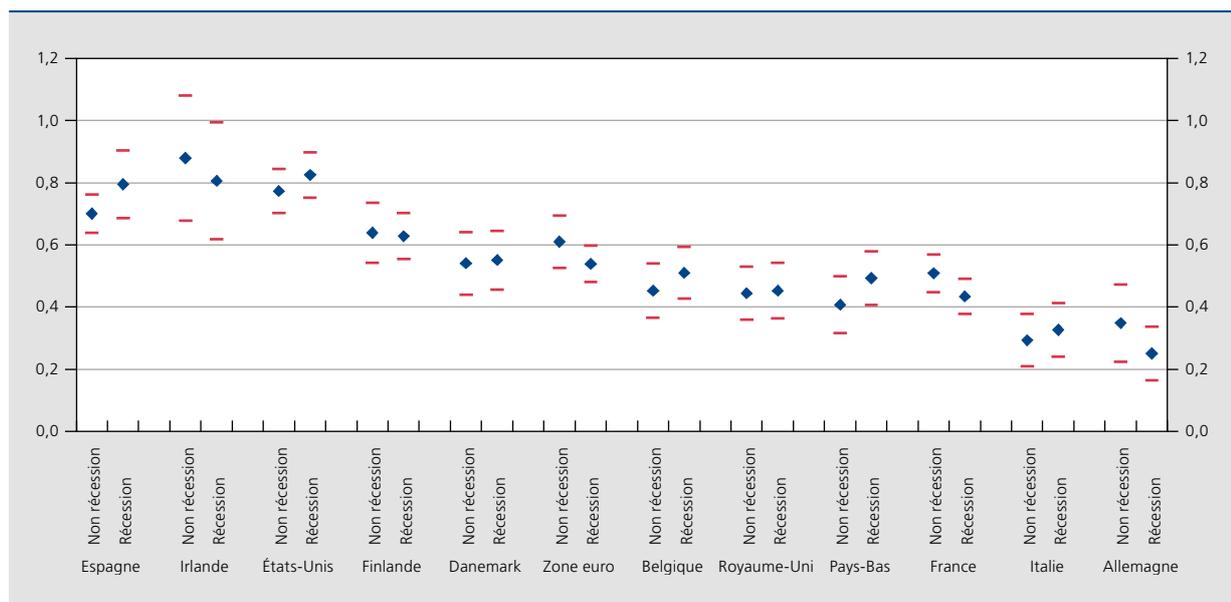
- 2008T1-2012T4 : crise financière et crise des dettes souveraines.

Ces périodes sont quelque peu arbitraires dans la mesure où les épisodes de récession peuvent diverger d'une économie à l'autre. Elles ont toutefois été choisies suffisamment larges pour, d'une part, disposer de suffisamment de degrés de liberté pour cette sous-période et, d'autre part, contenir, pour tous les pays, l'intervalle entre le pic et le creux conjoncturels. Le test s'opère exactement de la même manière que le précédent. La seule différence est que dans l'équation (6), la variable binaire D_{85} est remplacée par une variable binaire $D_{récession}$, qui prend la valeur 1 pendant les trimestres repris dans la liste des récessions ci-dessus et la valeur 0 ailleurs. Le résultat est présenté au graphique 11.

Un coup d'œil suffit pour se convaincre que la relation emploi-croissance n'est généralement pas affectée par les épisodes de crise. Il n'est pas surprenant qu'elle ne soit pas influencée par le cycle des affaires, dans la mesure où la loi d'Okun et ses corollaires expriment une relation de long terme. Toutefois, chaque phase de récession est différente, causée par des chocs de natures différentes, et il est permis de penser que, d'une crise à l'autre et d'un pays à l'autre, la relation emploi-PIB peut être temporairement affectée. En particulier, lors de la dernière « grande récession », plusieurs pays, dont la Belgique, ont vanté leurs politiques visant à maintenir l'emploi. Cela se

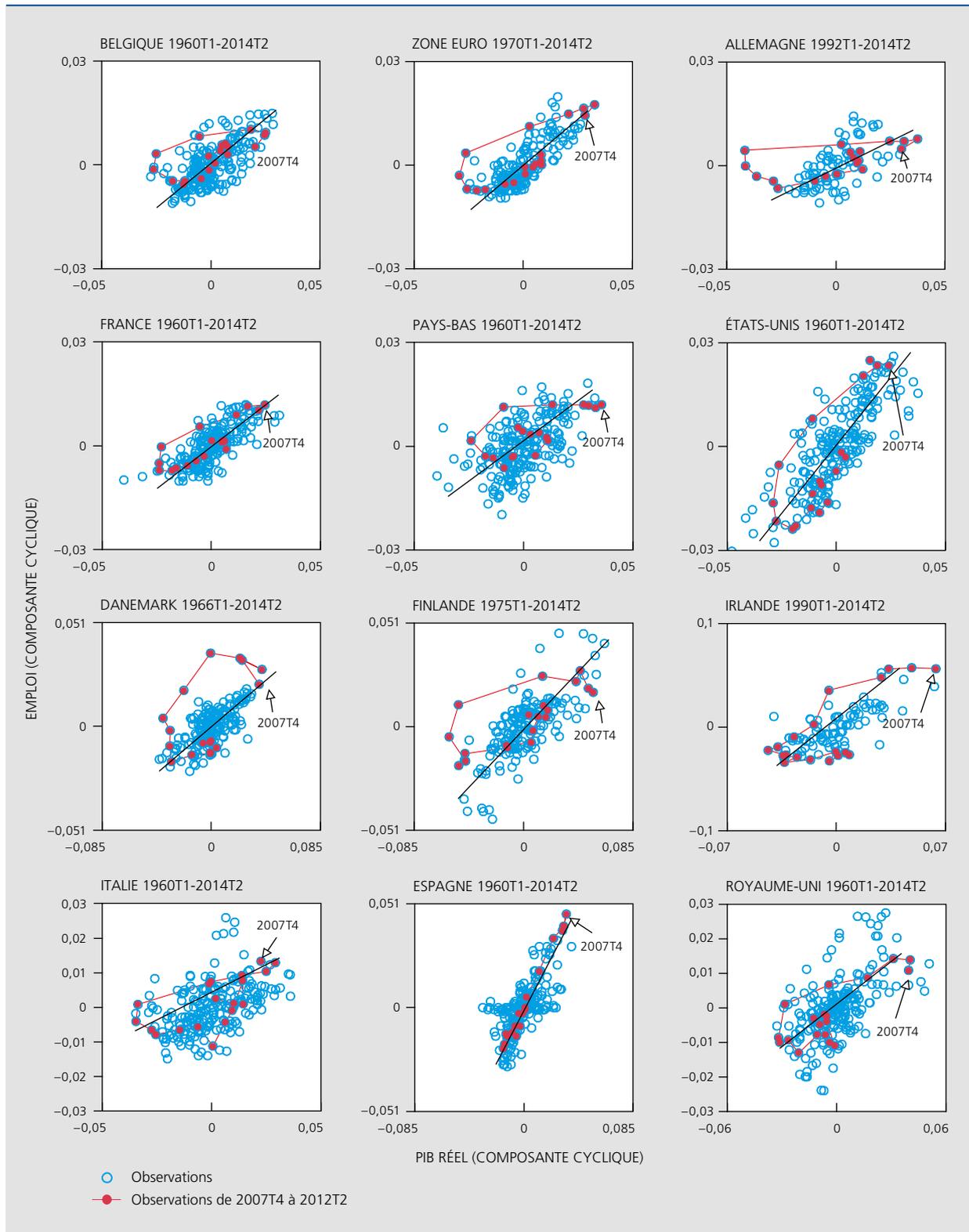
GRAPHIQUE 11 TEST DE L'EFFET DES RÉCESSIONS SUR L'ÉLASTICITÉ EMPLOI-PIB

(les traits rouges correspondent aux intervalles de confiance à 95 % autour des élasticités estimées, représentées par les losanges)



Sources : OCDE, calculs propres.

GRAPHIQUE 12 DIAGRAMMES DE DISPERSION DES COMPOSANTES CYCLIQUES DE L'EMPLOI ET DU PIB RÉEL, AVEC MISE EN ÉVIDENCE DES OBSERVATIONS RELATIVES À LA DERNIÈRE RÉCESSION



Sources : OCDE, calculs propres.

vérifie-t-il dans les faits? Le graphique 3 ci-avant en a déjà fourni une illustration pour la Belgique, tandis que le graphique 12 s'efforce d'élargir l'analyse à l'ensemble des douze économies sous revue.

Le graphique reprend, pour chaque économie considérée, un diagramme de dispersion illustrant la relation statistique entre, d'une part, la composante cyclique du PIB réel, sur l'axe des abscisses, et, d'autre part, la composante cyclique de l'emploi, sur l'axe des ordonnées. Pour chaque pays, un nuage de points apparaît, de pente positive, synthétisée par la droite de régression par les moindres carrés ordinaires qui le traverse, de pente égale à l'élasticité calculée au tableau 2 ci-avant. Ces nuages de points bleus apparaissent relativement homogènes, mais cette impression disparaît toutefois si on fait ressortir les points correspondant à la dernière récession. Pour tous les pays repris ici, ces observations dessinent un colimaçon, c'est-à-dire :

- que, dans un premier temps, la relation emploi-PIB semble fortement atténuée, avec un PIB en chute (mouvement vers la gauche) et un emploi qui ne réagit pas (le déplacement est presque horizontal). Ce mouvement vers la périphérie gauche du nuage est initié à partir d'une zone proche de la droite de régression ;
- après quelques trimestres de faible ou de non-réaction de l'emploi, ce dernier diminue, souvent alors que la baisse du PIB a été enrayée, ce qui occasionne un mouvement vertical vers le bas ;
- au terme de cette chute, l'emploi se stabilise pendant que le PIB revient tout doucement vers sa tendance centrale, ce qui entraîne un mouvement de retour vers la droite, vers le centre du nuage ;
- cet aller-retour caractérise la première période de la crise. La réplique de la crise financière sous la forme de la crise des dettes souveraines présente un profil bien différent. Cette fois, l'emploi se contracte simultanément au PIB, soit le long d'une pente identique à celle de la droite de régression, voire selon une pente plus forte.

Cette observation visuelle se traduit-elle par un changement de pente statistiquement significatif? De tels phénomènes s'observent-ils également lors d'autres épisodes de récession? Pour répondre à ces questions, il faut procéder à un nouveau test de changement de structure, cette fois récession par récession⁽¹⁾. Pour les douze économies considérées, l'élasticité emploi-PIB est ré-estimée, avec une variable binaire pour chacun des épisodes de récession décrits plus haut, soit les variables D_1 , D_2 , D_3 , D_4 et D_5 . Il en découle l'expression suivante⁽²⁾:

$$E_t - E_t^* = \beta_0 + \beta_1(Y_t - Y_t^*) + \beta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \sum_{i=1}^5 [\beta_{1D_i} D_i(Y_t - Y_t^*) + \beta_{2D_i} D_i(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_{3D_i} D_i(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*)] + \varepsilon_t^{cy} \quad (7)$$

avec: $\beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$ et $\beta_{D_i} = \beta_{1D_i} + \beta_{2D_i} + \beta_{3D_i}$ ($i = 1, 2, 3, 4, 5$)

D_i : variable binaire prenant la valeur 1 durant les trimestres correspondant à la récession i ($i = 1, 2, 3, 4, 5$), et la valeur 0 ailleurs.

Le coefficient β estimé donne la sensibilité de l'emploi à l'activité économique hors périodes de récession, tandis que les coefficients β_{D_i} estiment dans quelle mesure la crise i affecte cette élasticité. S'ils sont significativement différents de 0, cela implique que cette récession a effectivement modifié la relation emploi-PIB. Le tableau 3 apporte un complément d'information par rapport au graphique 11. Il reprend, pour les douze économies considérées, les résultats des estimations des déviations de l'élasticité emploi-PIB par rapport aux périodes de non-récession. Les chiffres accompagnés d'un astérisque correspondent à des coefficients significativement différents de 0 au seuil de 10 %, tandis que ceux accompagnés de deux astérisques le sont au seuil de 5 %. Les pays ont été classés de celui caractérisé par le plus petit nombre d'épisodes de récession associés à un changement significatif d'élasticité à celui caractérisé par le plus grand nombre. L'observation de ce tableau suscite les réflexions suivantes :

- le graphique 11 montre que si on considère tous les épisodes de crise conjointement, l'élasticité emploi-PIB n'est affectée de façon statistiquement significative dans aucun pays. Par contre, une lecture horizontale du tableau 3 indique que lorsqu'on distingue les diverses récessions, certaines semblent associées à une élasticité emploi-PIB significativement différente de celle estimée pour l'ensemble des périodes sans crise. Selon les récessions et les pays, l'élasticité est parfois renforcée, parfois atténuée ;
- la Belgique et l'Allemagne ont toutes les deux enregistré un considérable renforcement de l'élasticité emploi-PIB lors de la récession de 2001 et un (moindre) affaiblissement de cette élasticité lors de la dernière récession ;
- la France semble être le pays où la relation emploi-PIB est la moins constante ;
- si on adopte une lecture verticale du tableau, il apparaît que, pour un épisode de récession donné, des économies peuvent voir se modifier sensiblement l'élasticité emploi-PIB, mais le signe n'est jamais le même pour tous les pays, exception faite de la dernière crise. Un consensus semble en effet s'établir autour de la grande récession, dans la mesure où l'élasticité diminue significativement (au seuil de 10 %) pour sept économies sur douze, les cinq autres n'affichant pas

(1) Sans oublier le changement de structure identifié en 1985 pour les quatre pays concernés.

(2) Pour être complet, il faut préciser également que, pour les économies caractérisées par un changement de structure significatif dans la relation emploi-PIB au milieu des années 1980 (cf. graphique 10), une variable binaire supplémentaire est incluse dans la régression pour tenir compte de ce facteur.

de changement significatif. Ceci confirme l'impression visuelle laissée par les « colimaçons » du graphique 12 ; – les économies pour lesquelles il n'y a pas eu de diminution significative de la relation emploi PIB pendant la dernière crise sont, d'une part, des économies où cette relation est extrêmement robuste, comme les États-Unis et le Danemark, et, d'autre part, des économies périphériques de la zone euro, plus durement touchées durant la crise financière et la crise des dettes souveraines.

Comme indiqué ci-avant, cet affaiblissement de l'élasticité emploi-PIB pendant la dernière récession ne doit certainement pas être interprété comme un changement de structure permanent puisque, au cours de la période allant du premier trimestre de 2008 au dernier trimestre de l'année 2012, on observe d'abord un fort aplatissement de la relation emploi-PIB, qui reprend sa forme initiale, voire

(1) On a observé en Belgique environ 25% de faillites en plus sur la période 2011-2012 qu'en 2008-2009.

se renforce, lors de la réplique de la récession initiale. Tout se passe comme si, pendant la crise initiale, les entreprises avaient relativement bien encaissé le coup et protégé l'emploi en diminuant drastiquement les heures de travail et la productivité. Ceci était possible tant que la santé financière des entreprises était suffisante. En revanche, lorsque la récession a resurgi en 2011, les faillites ont été plus nombreuses⁽¹⁾ et les entreprises ont réagi directement, non seulement en n'engageant plus, mais aussi en licenciant. Ceci ne fait que confirmer ce qui avait été observé plus haut.

6. Quelques estimations sectorielles pour la Belgique

Après avoir procédé à l'exercice de comparaison internationale qui permettait de situer la Belgique par rapport à d'autres économies développées, il est intéressant de se pencher sur une analyse sectorielle, comme dans la section 4 ci-avant. Les séries de données disponibles

TABEAU 3 DÉVIATIONS DE L'ÉLASTICITÉ EMPLOI-PIB POUR CHAQUE ÉPISODE DE RÉCESSION PAR RAPPORT AUX PÉRIODES DE NON-RÉCESSION

Pays	Période	Épisodes de récession					R ²
		73T3-76T1	80T1-83T3	90T2-94T3	01T1-03T3	08T1-12T4	
États-Unis	60T3-14T2	0,012 (0,080)	0,000 (0,070)	0,155 (0,160)	-0,008 (0,154)	0,153 (0,108)	0,855
Danemark	66T3-14T2	-0,056 (0,199)	0,052 (0,153)	0,102 (0,153)	-0,014 (0,247)	0,023 (0,096)	0,675
Italie	60T3-14T2	-0,148 (0,103)	-0,074 (0,107)	0,526** (0,138)	-0,102 (0,222)	0,019 (0,110)	0,450
Espagne	76T3-14T2	0,284** (0,134)	-0,118 (0,364)	0,006 (0,102)	-0,0036 (0,277)	0,067 (0,120)	0,858
Irlande	90T3-14T2	n.	n.	0,440** (0,225)	-0,174 (0,327)	0,083 (0,154)	0,705
Allemagne	91T3-14T2	n.	n.	0,117 (0,155)	0,405** (0,145)	-0,173** (0,073)	0,573
Zone Euro	70T3-14T2	-0,125 (0,092)	-0,057 (0,110)	0,271** (0,071)	0,043 (0,119)	-0,198** (0,061)	0,847
Belgique	60T3-14T2	0,091 (0,110)	0,192* (0,116)	0,071 (0,101)	0,423** (0,177)	-0,153* (0,092)	0,660
Pays-Bas	60T3-14T2	0,039 (0,123)	0,359** (0,095)	0,163 (0,124)	-0,030 (0,146)	-0,245** (0,067)	0,624
Finlande	75T3-14T2	-0,248 (0,197)	-0,212 (0,169)	0,232** (0,066)	-0,398** (0,191)	-0,240** (0,061)	0,867
Royaume-Uni	60T3-14T2	-0,188* (0,112)	0,135 (0,100)	0,170 (0,104)	-0,394* (0,207)	-0,249** (0,090)	0,703
France	60T3-14T2	-0,123** (0,057)	-0,218** (0,121)	0,151* (0,069)	0,047 (0,102)	-0,204** (0,058)	0,810

Sources: OCDE, calculs propres.

** indique une déviation significativement différente de zéro au seuil de 5 %, * indique une déviation significativement différente de zéro au seuil de 10 %, () écarts types

pour les grands secteurs de l'économie (valeurs ajoutées et emplois) sont sensiblement plus courtes, ne démarrant qu'à partir du premier trimestre de l'année 1995. Les secteurs de l'économie considérés sont l'agriculture, la construction, l'activité manufacturière, les services marchands et les services non marchands. En outre, l'agriculture, la construction, l'activité manufacturière et les services marchands sont agrégés en un « secteur sensible à la conjoncture », ou encore « secteur marchand », par opposition aux services non marchands.

Cet exercice sectoriel est également l'occasion de revenir sur la relation entre le volume d'heures et l'activité économique. Il a été dit plus haut que les heures ouvrées servent partiellement de variable d'ajustement pour pallier le manque de réactivité de l'emploi en personnes tout au long du cycle économique. Qu'en est-il exactement ? En utilisant les données relatives aux heures ouvrées totales disponibles pour les grands secteurs d'activité de l'économie belge, il est loisible de considérer un système d'équations très semblable au système (5a)-(5b)-(5c) exposé ci-dessus. Il s'agit cette fois d'un système d'équations permettant d'estimer les relations entre les composantes cycliques de la valeur ajoutée réelle (Y) et de l'emploi en personnes (E) et en volume d'heures ouvrées (TH) :

$$E_t - E_t^* = \beta_0 + \beta_1(Y_t - Y_t^*) + \beta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{e,y}; \beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 \quad (8a)$$

$$TH_t - TH_t^* = \eta_0 + \eta_1(Y_t - Y_t^*) + \eta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \eta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{th,y}; \eta = \eta_1 + \eta_2 + \eta_3 \quad (8b)$$

$$E_t - E_t^* = \theta_0 + \theta_1(TH_t - TH_t^*) + \theta_2(TH_{t-1} - TH_{t-1}^*) + \theta_3(TH_{t-2} - TH_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{e,th}; \theta = \theta_1 + \theta_2 + \theta_3 \quad (8c)$$

Le système d'équations est estimé en imposant la restriction $\theta_3 = \beta/\eta - \theta_1 - \theta_2$, de sorte que $\theta = \beta/\eta$, ce qui assure la cohérence du système, vu comme une décomposition de la relation emploi-valeur ajoutée en une relation volume d'heures-valeur ajoutée et une relation emploi-volume d'heures. Le résultat des estimations est présenté au tableau 4.

De ce tableau, il ressort que la composante cyclique de l'emploi est deux fois plus sensible à l'évolution cyclique de la valeur ajoutée dans le secteur marchand que dans les services non marchands, confirmant l'impression donnée par le graphique 6 présenté ci-avant. Si on opère une décomposition plus fine au sein du secteur sensible à la conjoncture, on observe que :

- de manière prévisible, l'agriculture est très atypique, avec un emploi quasiment insensible à la valeur ajoutée. Ceci confirme que, dans ce secteur, la main-d'œuvre est nécessaire pour produire l'output mais que le volume de ce dernier dépendra in fine des conditions climatiques et des marchés agricoles mondiaux. Ce secteur ne représente qu'une partie très marginale de l'économie, à savoir 0,6 % de la valeur ajoutée totale et 1,4 % de l'emploi ;

TABLEAU 4 ESTIMATION DES ÉLASTICITÉS EMPLOI-VALEUR AJOUTÉE, HEURES-VALEUR AJOUTÉE ET EMPLOI-HEURES DANS LES GRANDS SECTEURS D'ACTIVITÉ EN BELGIQUE

Période 1995T3-2014T2	Élasticité emploi-valeur ajoutée		Élasticité heures-valeur ajoutée		Élasticité emploi-heures	
	β	R ²	η	R ²	θ	R ²
Secteur						
Agriculture	0,000 (0,009)	0,017	0,076 (0,102)	0,147	0,061 (0,079)	0,058
Construction	0,369** (0,040)	0,415	0,523** (0,048)	0,565	0,704** (0,072)	0,530
Industrie	0,451** (0,037)	0,521	0,676** (0,045)	0,718	0,670** (0,051)	0,880
Services marchands	0,617** (0,048)	0,602	0,873** (0,057)	0,630	0,713** (0,052)	0,837
Secteur sensible à la conjoncture	0,619** (0,038)	0,676	0,921** (0,046)	0,773	0,668** (0,040)	0,901
Services non marchands	0,282** (0,049)	0,178	0,408** (0,063)	0,291	0,687** (0,089)	0,662

Sources : ICN, calculs propres.

** indique une déviation significativement différente de zéro au seuil de 5 %, * indique une déviation significativement différente de zéro au seuil de 10 %, () écarts types

- pour le reste, le secteur de la construction est celui dont l'emploi est le moins sensible à la valeur ajoutée, juste derrière l'industrie, tandis que l'emploi dans les services marchands est le plus sensible aux fluctuations de l'activité économique;
- il est remarquable que l'élasticité des heures totales à la valeur ajoutée vaille grosso modo une fois et demie l'élasticité de l'emploi à la valeur ajoutée ($1/\theta$). Ce ratio est extrêmement robuste tant en comparaison internationale (non montrée ici) qu'entre secteurs de l'économie, exception faite de l'agriculture. Les heures par travailleur sont donc beaucoup plus sensibles aux variations cycliques et, comme on peut s'y attendre, n'apparaissent pas comme une variable retard, au contraire de l'emploi, confirmant l'analyse descriptive opérée auparavant au graphique 5.

Il peut être intéressant ici de faire un lien entre l'analyse conjoncturelle et l'évolution de plus long terme. Alors que la contribution à la valeur ajoutée de chacun des grands secteurs de l'économie est très stable sur la période 1995-2014, la répartition de l'emploi entre secteurs l'est nettement moins, comme évoqué plus haut et illustré au graphique 13 ci-après. L'emploi glisse très nettement du secteur industriel vers les services marchands et non marchands, et ce à parts égales. Si cette tendance se poursuit, il ne faut pas s'attendre à moyen-long terme à un changement de l'élasticité emploi-PIB au niveau global de l'économie belge qui serait causé par une réaffectation de l'activité économique entre secteurs. En effet, l'élasticité relative au secteur industriel est la moyenne de celles

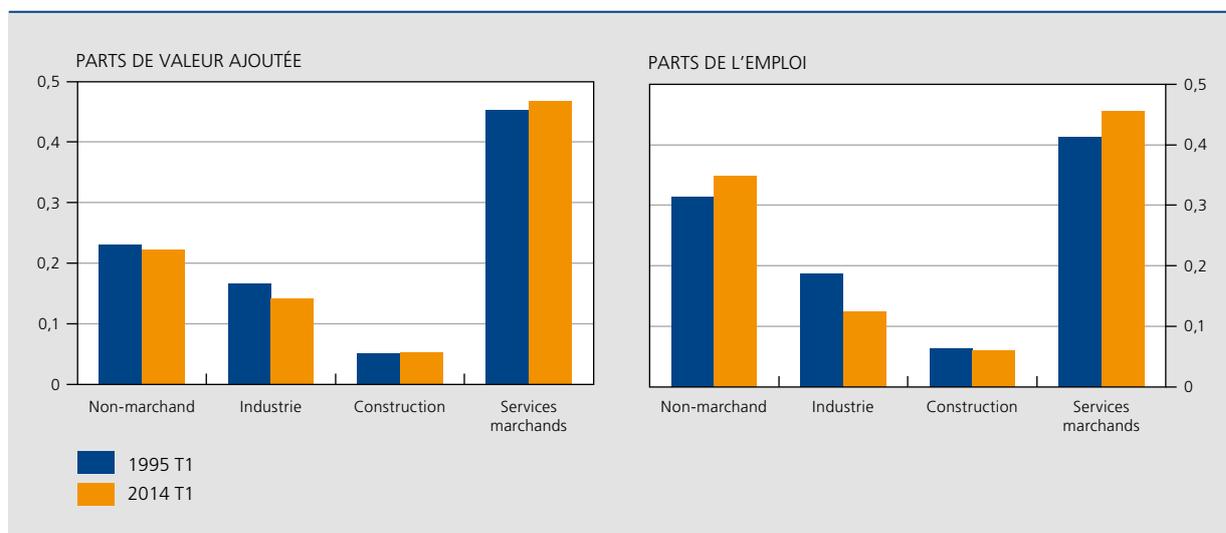
propres aux secteurs des services marchands et non marchands (cf. tableau 4). Ceci ne serait par contre plus vrai si la désindustrialisation devait se faire au bénéfice d'un secteur de services plus que de l'autre.

7. Conclusion

De l'étude qui précède, il ressort essentiellement qu'on observe un ralentissement tendanciel de la productivité au cours des trois dernières décennies. Une fois ce mouvement de fond neutralisé, si on se concentre sur l'évolution tout au long du cycle des affaires, la relation emploi-croissance s'avère globalement stable dans le temps et n'est en général pas affectée par les récessions. En Belgique, en particulier, on estime que, en déviation par rapport à leurs tendances respectives, lorsque le PIB augmente de 1 %, l'emploi s'accroît 0,5 %. Ces chiffres sont conformes à la moyenne européenne. Il faut toutefois souligner que cette stabilité de la relation emploi-croissance peut dissimuler une variation de la « qualité » des emplois, les emplois à temps partiel étant en hausse constante.

Le repli tendanciel de la productivité s'accompagne d'une tertiarisation de l'économie, c'est-à-dire d'un glissement des travailleurs du secteur manufacturier vers les secteurs des services marchands et non marchands. Cette tertiarisation contribue à expliquer le tassement de la productivité ainsi que la baisse de la durée moyenne de travail. Si cette tendance se poursuit, elle ne devrait a priori pas modifier la relation emploi-activité économique

GRAPHIQUE 13 ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DE L'EMPLOI ENTRE LES GRANDS SECTEURS D'ACTIVITÉ EN BELGIQUE ENTRE 1995T1 ET 2014T1



Source : ICN.

le long du cycle conjoncturel, dans la mesure où l'élasticité emploi-valeur ajoutée estimée pour le secteur manufacturier s'avère être la moyenne de cette même élasticité calculée pour les services marchands et non marchands.

Même si la relation emploi-PIB semble très stable le long du cycle des affaires, il est malgré tout remarquable que, dans les douze économies étudiées, on ait, lors de la récente crise financière, dans un premier temps observé une tendance générale à protéger l'emploi. Ce phénomène s'est toutefois vite essoufflé pour revenir à la normale et, si l'emploi peine à reprendre, c'est essentiellement en raison de la faiblesse de la reprise économique.

Enfin, si on ne se focalise plus sur l'emploi en personnes mais sur le volume d'heures ouvrées, il apparaît très clairement que les entreprises répondent prioritairement aux fluctuations de l'économie en ajustant la marge intensive du facteur de production travail.

Ces constats étant posés, il faut en tirer les conclusions qui s'imposent en matière de politiques économiques. Tout d'abord, si le problème identifié est bien un ralentissement tendanciel de la productivité, la solution

réside dans des politiques structurelles efficaces en matière d'éducation, d'innovation et d'investissements en actifs intangibles, en technologies innovantes et dans les secteurs de pointe. Ensuite, quel type de marché de l'emploi souhaite-t-on? Augmenter la réaction de l'emploi à la croissance économique permettrait certes de faire bénéficier plus rapidement les travailleurs des fruits d'une reprise économique, mais cela entraînerait plus de pertes d'emplois lors des récessions. Est-ce souhaitable au vu du coût du chômage en termes de destruction de capital humain et de richesse en général? Par ailleurs, à trop limiter les fluctuations de l'emploi en jouant sur la marge des heures de travail, ne risque-t-on pas de pénaliser les primo-accédants⁽¹⁾, auxquels on tarde à faire appel lors des phases de reprise et qu'on engage encore moins en période de récession⁽²⁾? Il est également important de se rappeler que la fluctuation conjoncturelle de l'emploi pose un problème intrinsèque en matière d'égalité dans la mesure où, toutes choses égales par ailleurs, les travailleurs les moins qualifiés seront les premiers affectés par la récession, que ce soit en termes d'emploi ou d'heures ouvrées. Enfin, l'étude porte sur le lien entre l'emploi et la croissance le long du cycle des affaires, mais se poser la question d'un marché du travail efficace impose aussi de prendre en compte le chômage structurel et la manière de résorber celui-ci. Ce problème complexe nécessite l'activation de nombreux leviers, aux niveaux tant des institutions du marché du travail que de la fiscalité relative aux revenus des facteurs de production.

(1) De même que les outsiders en général.

(2) Il est intéressant à ce sujet de constater que, lors de la dernière récession, durant laquelle l'emploi a initialement été protégé dans l'ensemble des économies, cela s'est soldé par un accroissement important du chômage des jeunes, celui des personnes de plus de 50 ans étant nettement moins affecté.

Bibliographie

Ball L., D. Leigh et P. Loungani (2013), *Okun's Law: Fit at Fifty?*, NBER Working Paper 18668.

Ball L., J. Jalles et P. Loungani (2014), *Do Forecasters Believe in Okun's Law? An Assessment of Unemployment and Output Forecasts*, IMF Working Paper, February.

Blanchard O. et D. Cohen (2004), *Macroéconomie*, Pearson, 3^e édition.

Bowles J. (2014), *The computerisation of European jobs*, blogspot, Bruegel, 17 July.

Bureau fédéral du plan (2007), *Growth and Productivity in Belgium*, Working Paper 5-07, March.

Crivelli E., D. Furceri et J. Toujas-Bernaté (2012), *Can Policies Affect Employment Intensity of Growth? A Cross-Country Analysis*, IMF Working Paper, August.

Döpke J. (2010), *The "Employment Intensity" of Growth in Europe*, Kiel Working Paper, October.

ECB (2011), *Monthly Bulletin*, June.

ECB (2012), *Euro area labour markets and the crisis*, SIR, October.

Frey C.B. et M. Osborne (2013), *The Future of Employment: How susceptible are jobs to computerization?*, Oxford Martin School, September.

IMF (2010), *World Economic Outlook*, Chapter 3.

Mourre G. (2004), *Did the pattern of aggregate employment growth change in the euro area in the late 1990s?*, ECB Working Paper 358, May.

OCDE (2007), *Perspectives de l'emploi*, Chapitre 2.

OCDE (2010), *Perspectives de l'emploi*, Chapitre 1.

Okun A. (1962), "Potential GNP: Its measurement and significance", Proceedings of the Business and Economics Statistics Section, *American Statistical Association*, 89–104.

Décomposition de la dynamique des écarts de taux souverains dans la zone euro

B. De Backer

Introduction

Ces dernières années, une grande attention a été accordée à l'évolution des rendements souverains dans la zone euro. D'un point de vue historique, les rendements souverains à long terme ont, au cours de la phase la plus intense de la crise de la dette souveraine, atteint dans certains États membres des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le début de l'Union économique et monétaire (UEM). En 2012, ils se sont ainsi établis à plus de 6% en Italie et en Espagne, aux alentours de 14% au Portugal et à quelque 40% en Grèce. La hausse des rendements souverains dans certains États membres a été d'autant plus remarquable qu'elle est survenue dans le contexte de l'UEM. Compte tenu de l'unicité de la politique monétaire de la zone euro et des anticipations implicites communes quant aux futurs taux directeurs, les différences en termes de rendements souverains recensées d'un pays à l'autre sont le reflet de facteurs propres aux divers pays en matière de primes de risque. Les écarts de taux vis-à-vis du Bund allemand, qui constituent une mesure essentielle du risque souverain, se sont fortement creusés, passant de niveaux relativement bas avant la crise (environ 15 points de base en moyenne) à plusieurs dizaines ou centaines de points de base en 2012, selon les pays. De même, la vive baisse des rendements et des écarts de taux souverains qui s'est ensuivie dans la zone euro, dans la foulée de la première annonce du programme des opérations monétaires sur titres (OMT) en juillet 2012, a été sans précédent. En quelque deux ans à peine, les rendements et les écarts de taux souverains à long terme se sont réduits de moitié par rapport au pic qu'ils avaient atteint

en 2012. En avril 2015, les rendements étaient en outre retombés à des étages historiques à la suite de mesures supplémentaires et non conventionnelles de politique monétaire. En Italie et en Espagne, par exemple, les rendements souverains à dix ans avoisinaient 1,3%. S'agissant des pays du cœur de la zone euro, les rendements souverains d'échéance courte à moyenne ont même diminué jusqu'à revenir à des valeurs négatives encore jamais enregistrées, traduisant la volonté des investisseurs de payer pour prêter des fonds à certains emprunteurs souverains (prime de liquidité et de sécurité). Cette situation contraste avec les rémunérations élevées du risque encouru qui étaient exigées en 2012.

L'impact de ces développements n'a pas seulement concerné les marchés de la dette souveraine. Plusieurs secteurs ont été touchés par la crise de la dette souveraine. Outre les secteurs publics des différents pays qui ont en général dû faire face à des hausses des coûts de financement, les banques ont vu leurs conditions de financement se resserrer. Des interactions banque-État négatives sont apparues dans certains États membres à mesure que les aides souveraines (directes ou indirectes) aux banques étaient étendues, ce qui a rehaussé le risque de crédit souverain auquel les banques sont exposées (par la voie de leur détention de dettes souveraines, par exemple). De plus, dans la plupart des États membres, les ménages et les sociétés non financières, ce que l'on appelle l'« économie réelle », ont été confrontés à un durcissement des conditions de crédit (tant celles liées aux prix que les autres conditions), qui a notamment pris la forme d'un élargissement des marges sur les nouveaux prêts bancaires. Les conditions de financement dans ces secteurs restent une source

d'inquiétude dans la zone euro, dans la mesure où, au début de 2015, les ménages et les sociétés non financières devaient toujours s'acquitter d'une prime de risque élevée. Par ailleurs, même si une certaine convergence est constatée depuis 2014, les coûts de financement demeurent hétérogènes d'un pays de la zone euro à l'autre, reflétant en partie la disparité des primes de risque dans le contexte de la fragmentation des marchés des capitaux héritée de la crise souveraine. Ainsi, les taux des prêts bancaires en Italie et en Espagne sont actuellement supérieurs de quelque 4 points de pourcentage au principal taux directeur de la BCE, alors que ces écarts de taux n'étaient que d'environ 2 points de pourcentage en 2007.

L'article tente, en suivant une approche macrofinancière, d'analyser les contributions de différents facteurs aux écarts de taux souverains tout au long de la crise. Plutôt que de se focaliser sur les rendements souverains, l'étude porte sur les déterminants des évolutions divergentes des écarts de taux souverains dans la zone euro. Ces écarts restent substantiels dans plusieurs États membres de la zone euro, et continuent donc de représenter des risques pris en compte par les marchés. Il convient d'avoir une idée précise des contributions des divers chocs susceptibles d'impacter les primes de risque, de manière à bien comprendre la dynamique des écarts de taux souverains et à pouvoir influencer ces primes par des mesures de politique monétaire ou gouvernementale. Dès lors, il faudrait examiner de près les interactions entre les marchés financiers et les principaux facteurs macroéconomiques. D'autres facteurs sont toutefois plus spécifiques aux marchés financiers, tel le risque de redénomination. De même, les risques de liquidité et les changements en matière d'aversion générale pour le risque pourraient eux aussi influencer sur la dynamique des écarts de taux souverains. La première partie de l'article traite de l'évolution des rendements et des écarts de taux souverains. La deuxième partie s'intéresse ensuite aux conséquences de la crise de la dette souveraine sur les coûts de financement de plusieurs secteurs de l'économie, à savoir les administrations publiques, les banques, les ménages et les sociétés non financières. La troisième partie aborde divers types de risques qui ont été décelés sur les marchés des obligations souveraines. Ces facteurs sont les inputs de l'analyse macrofinancière à laquelle il est procédé dans la quatrième partie et dans le cadre de laquelle les écarts de taux souverains sont décomposés en termes de facteurs économiques fondamentaux et de facteurs non fondamentaux ; cette partie illustre en outre l'incidence des différentes mesures de politique monétaire (non conventionnelles) sur les écarts de rendement. Enfin, la conclusion résume brièvement les principaux résultats de l'analyse.

1. Évolutions des marchés des obligations souveraines de la zone euro

D'un point de vue historique (cf. graphique 1), on peut distinguer trois phases dans les évolutions des marchés de la dette souveraine de la zone euro depuis le début des années 1990 (Cœuré, 2012) : d'abord, avant la création de l'UEM en 1999, une phase de convergence tendancielle des rendements et des écarts de rendement des obligations souveraines par rapport aux Bunds allemands ; ensuite, après l'instauration de l'UEM, une phase de stabilité sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro, qui s'est poursuivie jusqu'à la crise financière ; et, enfin, pendant les crises financière et de la dette souveraine, une phase marquée par la volatilité accrue et la divergence des rendements et des écarts. Plus récemment, à la suite de l'annonce et de la mise en œuvre de différentes mesures de politique monétaire non conventionnelles, et en particulier du programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* – APP), les marchés obligataires de la zone euro se sont engagés dans un nouveau régime, caractérisé par des rendements négatifs dans de nombreux États membres et par une convergence incomplète des rendements et des écarts.

La convergence des rendements et des écarts (et la tendance générale à la baisse des rendements) observée au cours de la première phase a démarré après la crise du mécanisme de change européen (MCE), en 1993, qui avait été provoquée par des attaques spéculatives contre les devises européennes. Dans la foulée de cette crise, de nombreux membres du MCE ont aligné leurs politiques monétaire et macroéconomique afin, d'une part, d'accroître la crédibilité du MCE et, d'autre part, à un stade ultérieur, de remplir les critères de convergence édictés par le traité de Maastricht. Au cours de cette période, la convergence des rendements des obligations souveraines a principalement été influencée par la diminution progressive des risques de change (et souverain) et par la convergence progressive des anticipations d'inflation. En Belgique, par exemple, la politique du franc fort consistant à ancrer strictement le franc belge au mark allemand a été instaurée au début des années 1990, et le gouvernement belge a peu à peu intensifié ses efforts budgétaires afin de respecter les critères d'adhésion à l'UEM.

Au cours de la deuxième phase, les rendements des obligations souveraines ont été relativement stables, et les écarts par rapport aux Bunds allemands sont demeurés réduits (de l'ordre de 15 points de base en moyenne). Toutefois, la petitesse (et la stabilité) des écarts n'a pas

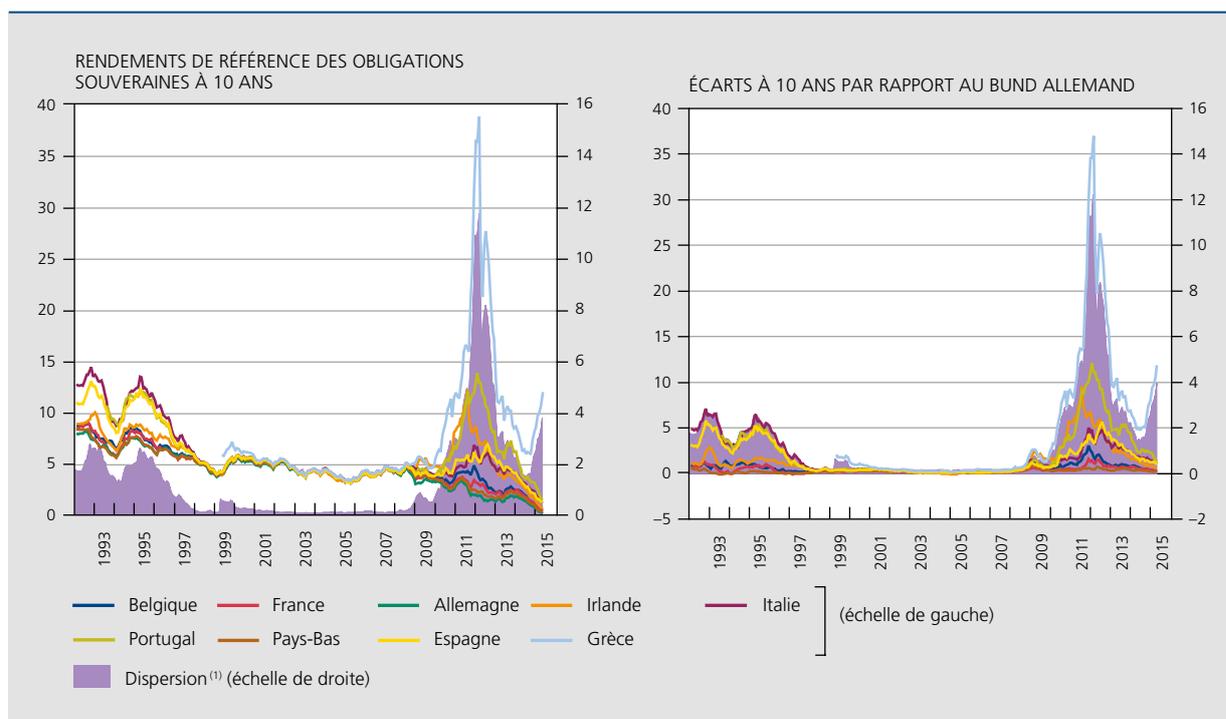
reflété les divergences tenaces en matière de fondamentaux macroéconomiques et budgétaires de certains États membres de la zone euro. L'écart entre la forte convergence des rendements des obligations souveraines, d'une part, et la persistance des différences entre fondamentaux macroéconomiques, d'autre part, aurait pu être le signe d'une certaine indulgence des marchés financiers vis-à-vis, entre autres, des situations budgétaires des emprunteurs souverains (Bernoth et al., 2012; Cœuré, 2012; BCE, 2014a), ou encore d'un faible degré d'aversion pour le risque hérité d'une longue période de volatilité macroéconomique limitée durant la grande modération (ou *Goldilocks economy*, décrite par Alan Greenspan dans les années 1990).

La troisième phase, qui englobe les crises financière et de la dette souveraine, a initialement été marquée par une nette augmentation des rendements des obligations souveraines, en particulier dans les États membres périphériques, jusqu'à des niveaux dépassant ceux en vigueur avant l'UEM. Par conséquent, les écarts des obligations souveraines ont affiché un degré élevé de dispersion entre les États membres, reflétant l'hétérogénéité des risques souverains et la fragmentation des

marchés financiers dans la zone euro. Ces évolutions ont d'abord été observées dans une certaine mesure en 2008 et en 2009, lors de la crise financière, à la suite d'une hausse de l'aversion pour le risque et du risque de liquidité, mais elles se sont ensuite pleinement développées pendant la crise de la dette souveraine, en raison d'une aggravation du risque (perçu) en matière de crédit souverain. Toutefois, la crise de la dette souveraine s'est également caractérisée par des risques de contagion et, en particulier, par un risque de redénomination (le risque qu'un actif libellé en euros fasse l'objet d'une redénomination dans une autre devise légale, éventuellement dévaluée). Depuis l'été de 2012, la situation s'est néanmoins améliorée, et les rendements des obligations souveraines ont chuté dans la plupart des États membres de la zone euro, principalement grâce aux mesures de politique monétaire non conventionnelles adoptées par la BCE, comme l'annonce du programme des OMT et du programme APP, mais aussi à la faiblesse (récente) des anticipations d'inflation. Au début de 2015, compte tenu de leur tendance à la baisse – sauf en Grèce –, les rendements se situaient à un niveau historiquement bas et étaient même devenus négatifs pour les échéances à court et à moyen termes dans certains États membres.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTIONS DES MARCHÉS DE LA DETTE SOUVERAINE DE LA ZONE EURO

(points de pourcentage, moyennes mensuelles, 1992M1-2015M4)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Écart type de l'analyse transversale des rendements ou des écarts des obligations souveraines pour chaque mois.

2. Rapport entre les évolutions des marchés de la dette souveraine et l'économie

Les évolutions des rendements des obligations souveraines peuvent exercer une incidence non négligeable sur l'économie réelle en raison de leurs effets sur divers compartiments ou secteurs de l'économie. Ce chapitre passe brièvement en revue les différents canaux reliant les variations des rendements des obligations souveraines aux « coûts de financement » du secteur public, du secteur bancaire, des ménages et des sociétés non financières.

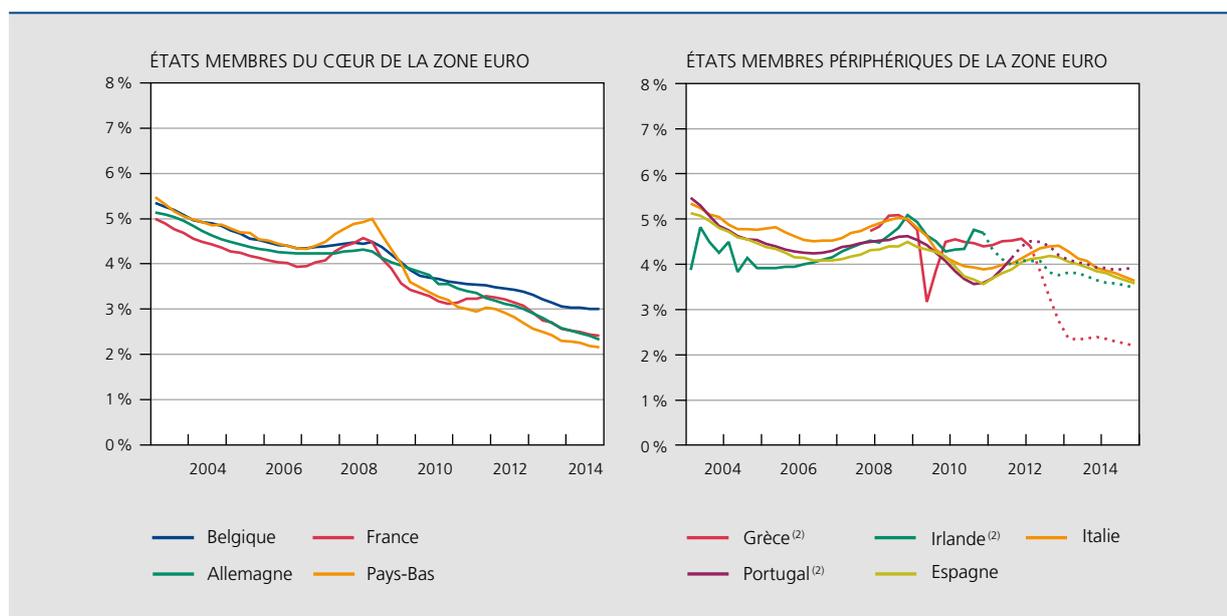
2.1 Taux d'intérêt implicite de la dette publique

Un premier effet direct des variations de rendement (ou des écarts de rendement) est qu'elles peuvent avoir des répercussions sur le coût de refinancement de la dette publique et, éventuellement, à plus long terme, sur le coût du service et sur la soutenabilité de la dette publique. Selon l'équation de l'accumulation de la dette, le ratio de la dette publique – mesuré en pourcentage du PIB – est soutenable si le déficit primaire demeure limité par rapport au PIB et si le coût du service de la dette est inférieur (ou égal) au taux de croissance nominal du PIB.

La persistance d'un niveau élevé du coût du service de la dette sur une période prolongée pourrait donc entraîner une accélération de l'accumulation de la dette en raison d'un effet « boule de neige » et conduire à un niveau d'endettement potentiellement insoutenable.

Les évolutions des rendements des obligations souveraines ne se répercutent toutefois pas automatiquement sur le coût du service de la dette publique, les autorités publiques pouvant temporairement atténuer l'incidence des rendements sur les coûts de financement totaux, soit en reportant/avançant les emprunts sur les marchés financiers, soit en modifiant la structure par échéance de leur dette. Ainsi, en cas de hausse des rendements à long terme, les gouvernements peuvent alléger leur besoin de financement en reportant certaines dépenses publiques ou en raccourcissant la structure par échéance de leur dette par l'émission de nouveaux titres de dette dans des catégories d'échéance à court terme. De plus, le coût de financement total de la dette publique dépend non seulement des charges d'intérêts des nouvelles émissions de dette, mais également du coût de la dette émise auparavant. Ceci implique que les développements des taux d'intérêt souverains sont souvent lissés dans le coût du service de la dette. Il n'est dès lors pas surprenant d'observer que, en général, les taux d'intérêt implicites de la dette publique de la plupart des États membres de la

GRAPHIQUE 2 TAUX D'INTÉRÊT IMPLICITES DE LA DETTE PUBLIQUE DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(2003T1-2014T4, sauf mention contraire)



Source : CE.

(1) Paiements d'intérêts effectifs cumulés sur quatre trimestres divisés par le stock initial de la dette souveraine consolidée. Les données relatives à la dette ont été interpolées linéairement sur la base d'observations de fin d'année.

(2) Les lignes en pointillé représentent les taux implicites des États soumis à un programme d'aide financière. Données pour la Grèce à partir de 2007T4 jusqu'à 2014T4.

zone euro n'ont que légèrement augmenté vers 2008 et 2011, sous le coup de la succession des crises financière et de la dette souveraine (cf. graphique 2). Toutefois, les taux implicites des États périphériques de la zone euro ont réagi plus vivement aux tensions sur les marchés de la dette souveraine survenues en 2011 que ceux des pays situés au cœur de la zone euro. Étant donné la persistance de la crise de la dette souveraine, certains de ces États périphériques (comme l'Italie, le Portugal et l'Espagne) ne pouvaient manifestement pas éviter un refinancement de leur dette à un taux élevé en 2011, ni même probablement après. Il convient de noter par ailleurs que la baisse des taux implicites des dettes grecque, irlandaise et portugaise à partir de 2012 ne reflète pas les tensions sur leur dette souveraine, mais plutôt les efforts consentis par la communauté internationale pour financer ces États à un coût réduit (au moyen de programmes adaptés).

Les coûts du service de la dette publique dans la zone euro ont donc réagi aux évolutions des rendements des obligations souveraines lors de la crise, bien que ces réactions aient été relativement timides par rapport aux variations de rendement enregistrées sur le marché secondaire. En Italie et en Espagne, par exemple, les rendements des obligations souveraines à dix ans ont rebondi de près de 3 points de pourcentage entre le début de 2011 et la mi-2012, tandis que les taux d'intérêt implicites des dettes publiques ont progressé d'environ 0,5 point de pourcentage. L'incidence sur les taux implicites aurait toutefois pu être plus négative si la crise de la dette souveraine s'était prolongée davantage ou si certains États membres n'avaient pas bénéficié d'une aide financière.

2.2 Lien avec les coûts de financement du secteur privé sous l'angle de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Différents canaux sont à l'œuvre en matière de transmission de la crise de la dette souveraine aux banques, aux ménages et aux sociétés non financières. L'un de ces canaux, à savoir celui du secteur bancaire, qui, pour les besoins de notre propos, s'entend comme la modification par les banques de leur offre de prêts dans le contexte de la crise de la dette souveraine, a été particulièrement important et peut être appréhendé grâce à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey* – BLS) dans la zone euro. D'après la BLS, deux mécanismes ont été pertinents dans ce contexte : l'exposition directe des

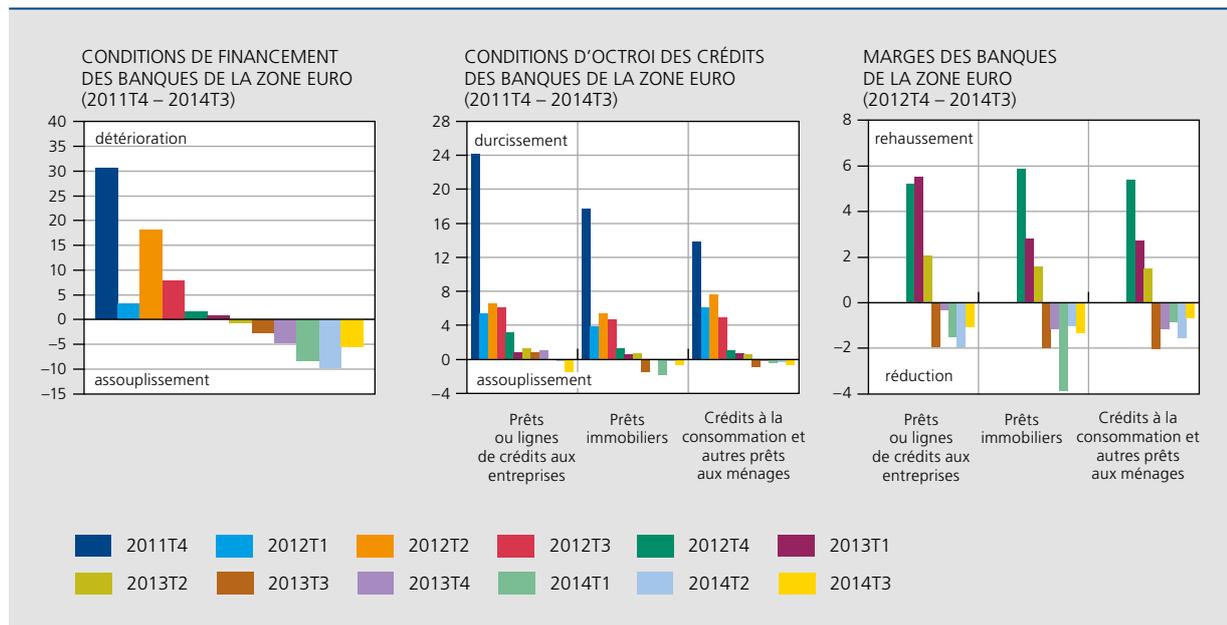
banques à la dette souveraine et la valeur du collatéral souverain qu'elles détiennent. Le premier porte sur la détentation de la dette souveraine par les banques, qui expose directement les bilans de celles-ci au risque souverain et qui pourrait donc influencer leur degré de risque et, par tant, leur coût de financement. À cet égard, il convient de noter que la part moyenne de la dette souveraine de la zone euro dans les actifs des banques de la zone euro s'est élevée à environ 8,5 % de leurs actifs au cours des années 2009 à 2011 (début de la crise de la dette souveraine)⁽¹⁾. Le second concerne l'incidence de la crise de la dette souveraine sur le coût de financement par le jeu de la baisse de valeur des obligations souveraines que les banques peuvent utiliser comme collatéral pour obtenir de la liquidité auprès de la BCE ou sur le marché de gros. Outre ces deux mécanismes, les banques peuvent également être touchées par d'« autres effets » de la crise de la dette souveraine, comme un affaiblissement des garanties publiques explicites ou implicites.

La BLS a demandé aux banques d'évaluer l'incidence des développements sur les marchés de la dette souveraine sur les variations (au cours des trois derniers mois) de leurs conditions de financement, de leurs conditions d'octroi de crédits et de leurs marges de crédit, et de différencier celle-ci selon les différents canaux susmentionnés. D'après les résultats, la majorité des banques de la zone euro ont fait part, en moyenne pour les deux mécanismes et les autres effets, d'une détérioration de leurs conditions de financement à la fin de 2011 et en 2012, imputable à la crise de la dette souveraine (cf. graphique 3). Il est probable que l'incidence de la crise de la dette souveraine ait également été considérable en 2010 et tout au long de 2011, mais la question ad hoc a figuré pour la première fois dans le questionnaire de la BLS portant sur le dernier trimestre de 2011. À partir du deuxième trimestre de 2013, à la suite de l'atténuation des tensions sur les marchés de la dette souveraine, les banques ont commencé à évoquer un relâchement de plus en plus prononcé de leurs conditions de financement. En outre, l'enquête indique que, en raison de la crise de la dette souveraine, les banques de la zone euro ont significativement durci leurs conditions d'octroi de crédits aux ménages et aux sociétés non financières et qu'elles ont rehaussé les marges sur ces prêts. Comme cela a été le cas pour les conditions de financement des banques, l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions d'octroi de crédits et sur les marges des prêts aux ménages et aux sociétés non financières s'est ensuite quelque peu allégée vers la fin de 2013. Toujours selon la BLS, les mécanismes de l'exposition directe et du collatéral ont été plus importants que les « autres effets ».

Par conséquent, la crise de la dette souveraine a affecté non seulement les emprunteurs souverains, mais également les

(1) Au cours de la période 2009-2011, la part moyenne de la dette souveraine de la zone euro (prêts et titres hors actions) s'est élevée à environ 8,5 % des actifs des IFM en Allemagne, en Belgique, en Espagne, en France, en Grèce, en Italie, aux Pays-Bas et au Portugal. Statistiques relatives aux postes de bilan issues du Statistical Data Warehouse (entrepôt de données statistiques) de la BCE, IFM hors secteur déclarant du SEBC.

GRAPHIQUE 3 ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE (*BANK LENDING SURVEY*): INCIDENCE DE LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE SUR LES CONDITIONS DE FINANCEMENT, LES CRITÈRES D'OCTROI DE CRÉDITS ET LES MARGES DES BANQUES SUR LES PRÊTS AUX MÉNAGES ET AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES⁽¹⁾



Source : BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire).

(1) Question ad hoc sur l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques. Cette question a figuré pour la première fois dans l'enquête en 2012. Pourcentages nets définis comme la différence entre la somme des réponses « a contribué nettement/a quelque peu contribué à une détérioration/à un durcissement/à un assouplissement » et la somme des réponses « a contribué nettement/a quelque peu contribué à un assouplissement/à une réduction ». Moyennes des trois canaux possibles : exposition directe, valeur du collatéral souverain, autres effets.

banques, les ménages et les sociétés non financières, bien que les éditions les plus récentes de la BLS indiquent un affaiblissement de l'incidence. Toutefois, la section 2.3 montre que les marges du secteur bancaire sur les prêts aux ménages et aux sociétés non financières demeurent relativement élevées, et elle réexamine ces marges en les décomposant en différentes primes de risque.

2.3 Décomposition des marges des banques sur les prêts aux ménages et aux sociétés non financières

L'impact de la crise de la dette souveraine sur les taux débiteurs bancaires des ménages et des sociétés non financières n'a pas seulement joué à travers le coût de financement du secteur bancaire mais également via des effets de substitution. Les évolutions des rendements des obligations souveraines exercent de manière générale une influence sur d'autres types de taux d'intérêt, en ce compris les taux débiteurs bancaires. Ainsi, les banques peuvent décider de réduire leur offre de crédits aux ménages et aux sociétés non financières afin d'investir davantage dans les obligations souveraines lorsque les rendements des obligations souveraines grimpent par rapport aux taux débiteurs. Ce rééquilibrage des portefeuilles devrait alors également pousser à la hausse

les taux débiteurs bancaires, ce qui signifierait que les taux débiteurs des banques sont susceptibles d'être affectés par les rendements des obligations souveraines. Cela dit, les taux débiteurs bancaires ne suivent pas forcément le mouvement des rendements des obligations souveraines de la zone euro, et ils sont, en moyenne, supérieurs aux rendements des obligations souveraines. Cette corrélation imparfaite et cet écart moyen positif indiquent la présence de primes de risque spécifiques dans les taux débiteurs bancaires (qui viennent s'ajouter aux primes de risque déjà incluses dans les rendements des obligations souveraines). Cette section examine une approximation (sommaire) des marges des banques – définies comme la différence entre les taux débiteurs bancaires et le taux des opérations principales de refinancement (*Main Refinancing Operations* – MRO) de la BCE –, ce qui permet de mettre en exergue les rôles joués par divers canaux de risque.

S'agissant des sociétés non financières, les marges entre les taux débiteurs bancaires des prêts octroyés aux (petites et moyennes) entreprises, mesurés par les taux des prêts à long terme de faible montant⁽¹⁾, et le taux directeur peuvent se

(1) On ne dispose pas d'un taux d'intérêt bancaire spécifique aux PME en tant que tel. Il fait donc l'objet d'une approximation reposant sur le taux appliqué aux nouveaux prêts à long terme (période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans) de faible montant (jusqu'à un million d'euros) octroyés aux sociétés non financières. Il s'agit du type de prêts le plus susceptible d'être accordés aux PME. On recourt pour ce faire aux données concernant les MIR (*MFI interest rates* – taux d'intérêt des IFM).

décomposer en quatre écarts, interprétés dans le cas présent comme autant de primes de risque (cf. encadré 1) : une prime de transformation des échéances, une prime souveraine (ou prime de « risque-pays »), une prime sur les prêts aux sociétés non financières bien notées (notation Baa ou supérieure) et, enfin, une prime sur les prêts octroyés à toutes les (petites et moyennes) sociétés non financières (bien notées ou non).

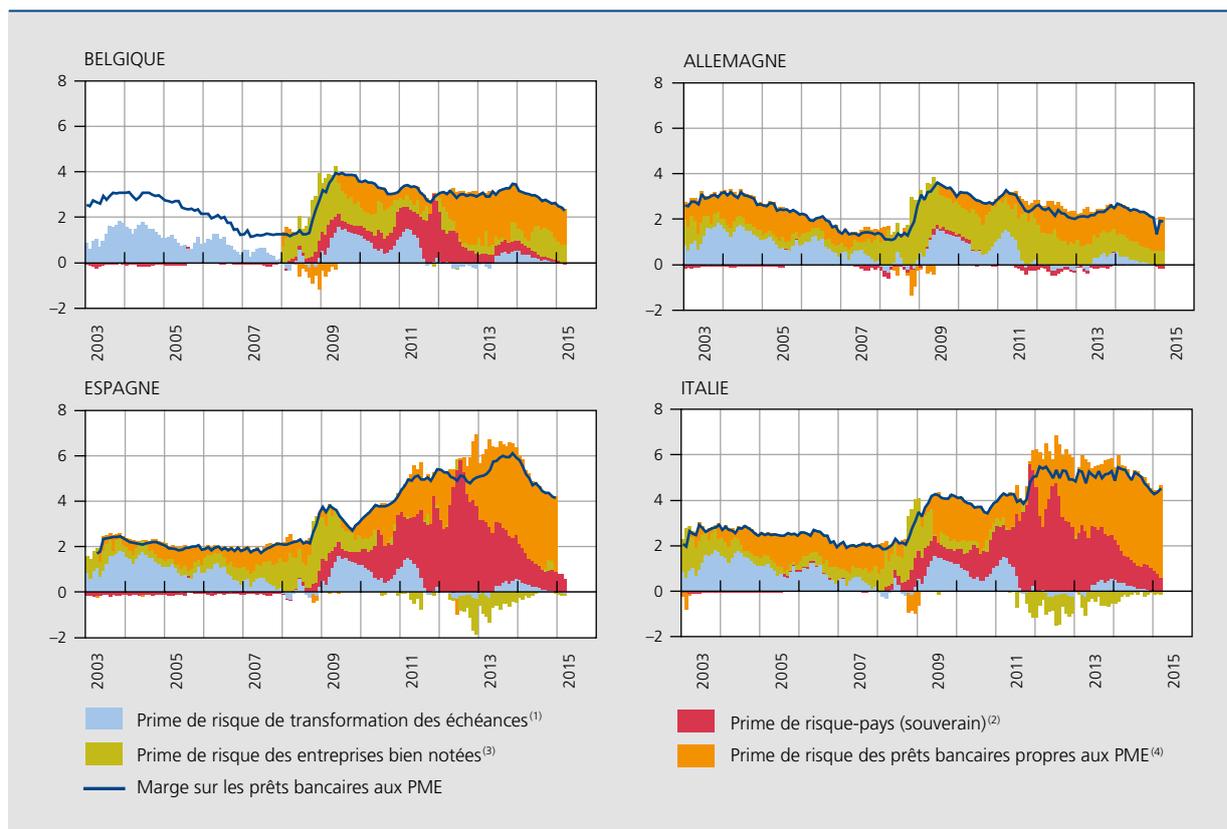
Quatre pays sont considérés dans le présent article comme étant représentatifs soit des États membres du cœur de la zone euro (l'Allemagne et, dans une moindre mesure, la Belgique), soit des États périphériques (l'Espagne et l'Italie). L'évolution des marges sur les crédits bancaires et la décomposition suivant les quatre écarts susmentionnés sont illustrées pour chacun de ces pays au graphique 4. À la fin de 2008 et au début de 2009, les marges se sont élargies dans ces quatre pays, en raison d'un gonflement des primes de risque de transformation des échéances

ainsi que des primes de risque des entreprises bien notées. Dans le premier cas, l'augmentation est due à la baisse des taux à court terme consécutive aux réductions du taux des MRO de la BCE, tandis que les taux du marché à plus long terme sont initialement restés assez constants. Dans le deuxième cas, le redressement a reflété la réappréciation générale du risque de crédit des entreprises et le phénomène de report sur des valeurs sûres dans le contexte de la crise financière, qui a détourné les placements des obligations émises par les entreprises vers des actifs plus sûrs.

À partir de la fin de 2008 et jusqu'au milieu de 2012, les primes associées aux risques souverains (ou primes de risque-pays) se sont accrues en Italie et en Espagne, contribuant à l'élargissement des marges et à la fragmentation des marchés financiers de la zone euro. De toute évidence, la hausse des primes de risque-pays a

GRAPHIQUE 4 DÉCOMPOSITION DES ÉCARTS DE TAUX DES PRÊTS BANCAIRES OCTROYÉS AUX PME

(points de pourcentage, 2003M1-2015M3)



Sources : Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, BCE.

- (1) Différence entre les taux des swaps à cinq ans de l'Euribor à six mois (avant août 2005) ou les taux des swaps indexés au jour le jour (OIS) à cinq ans (depuis août 2005) et le taux des MRO de la BCE.
- (2) Différence entre les rendements des obligations souveraines à cinq ans et les taux des swaps à cinq ans.
- (3) Différence entre les rendements des obligations bien notées émises par des entreprises et assorties d'une échéance d'environ cinq ans (moyenne des échéances comprises entre quatre et six ans) et les rendements des obligations souveraines à cinq ans. Données manquantes pour la Belgique avant 2008. Les observations de février 2015 ont été utilisées à titre de premières estimations pour mars 2015.
- (4) Différence entre les taux MIR sur les nouveaux prêts d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans (approximation des taux des prêts bancaires accordés aux PME) et les rendements des obligations bien notées émises par des entreprises et assorties d'une échéance d'environ cinq ans. Les données relatives à l'Espagne ont été lissées à l'aide d'une moyenne mobile sur sept mois.

reflété les difficultés auxquelles ont été confrontés les gouvernements italien et espagnol au cours de la crise de la dette souveraine. Dans ces deux pays, l'écart entre les rendements des obligations des entreprises bien notées et ceux des obligations souveraines a même pu être légèrement négatif, les marchés ayant considéré les obligations du secteur privé comme étant plus « sûres » que celles du secteur public. En Belgique, la prime de risque-pays a progressé entre le début de 2009 et la fin de 2011, mais la marge sur les prêts bancaires s'est néanmoins légèrement rétrécie (en raison de la baisse des primes de risque des entreprises bien notées découlant d'un phénomène de quête de rendement). En Allemagne, la prime de risque-pays est demeurée très faible tout au long de la crise.

L'analyse statistique présentée dans l'encadré 1 permet d'estimer le lien entre les marges sur les prêts bancaires et les primes de risque-pays au moyen de régressions économétriques standard. D'après une analyse contrefactuelle basée sur ces régressions, les marges d'intermédiation des banques auraient été nettement moins importantes si les primes souveraines étaient restées modérées (absence de crise de la dette souveraine), sauf en Allemagne, où elles n'auraient pas été influencées, compte tenu du très bas niveau des primes de risque-pays.

Les primes de risque-pays de la Belgique, de l'Italie et de l'Espagne ont commencé à diminuer en 2012, sur fond d'atténuation des tensions sur les marchés de la dette souveraine, et l'écart entre les rendements des obligations des entreprises bien notées et ceux des obligations souveraines est demeuré ténu, ce qui implique que le coût du financement par émission d'obligations d'entreprise bien notées était également en recul. Les marges d'intermédiation des banques sont toutefois demeurées relativement élevées, reflétant en partie le manque de sources de financement alternatives viables, les obligations d'entreprise par exemple, pour une grande part des sociétés non financières de la zone euro. Les marges sur les prêts bancaires ont été soutenues par le creusement de l'écart entre les taux débiteurs bancaires appliqués à toutes les sociétés non financières et les rendements des obligations du secteur privé. En outre, le coût de financement bancaire des sociétés non financières reste à l'heure actuelle nettement supérieur aux rendements des obligations souveraines ou du secteur privé, ce qui ne facilite pas les flux de crédit vers l'économie réelle. Pour s'attaquer à ce problème, la BCE a lancé des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations* – TLTRO) à la fin de 2014, afin d'encourager les banques à prêter davantage aux entreprises (et aux ménages). De plus, au début de 2015, elle a fait part de son intention de créer le programme étendu d'achats d'actifs (APP), qui devrait influencer l'octroi de crédits à l'économie réelle

(et ainsi ramener l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais plus proches de, 2 %), principalement par le biais du rééquilibrage des portefeuilles. Depuis l'annonce et la mise en œuvre de ces mesures, les marges sur les prêts bancaires appliqués aux sociétés non financières semblent avoir poursuivi leur repli dans les quatre pays examinés; il convient toutefois de procéder à une analyse plus élaborée sur une plus grande série de données avant de pouvoir évaluer l'impact final de ces mesures.

3. Indicateurs de risque et évolutions des écarts de rendement des obligations souveraines dans la zone euro

Pour bien comprendre la transmission à l'économie réelle des tensions sur les marchés de la dette souveraine, nous analysons les facteurs déterminants à l'origine des primes de risque-pays (risque souverain). Dans cette partie, nous nous concentrons sur l'identification de certains des indicateurs représentatifs de ces facteurs. Comme dans la partie précédente, les primes de risque-pays s'entendent comme les écarts entre les rendements des obligations souveraines et le taux quasiment dénué de risques des swaps indexés au jour le jour (*Overnight Index Swaps* – OIS) du marché interbancaire et présentant la même échéance (cinq ans).

Durant la phase initiale de la crise, en 2008-2009, qui correspond à la crise financière mondiale, les primes de risque-pays (c'est-à-dire les écarts de rendement des obligations souveraines) dans la zone euro ont été principalement influencées par le risque de liquidité et par l'aversion pour le risque. Une prime pour le risque de liquidité est incluse dans les rendements des obligations souveraines, dans la mesure où les investisseurs sont généralement plus enclins à investir dans des marchés obligataires plus profonds et à comptabiliser des primes couvrant le risque d'être contraint à baisser le prix d'une valeur mobilière dans le but de la vendre à un moment donné. Par ailleurs, l'aversion du marché pour le risque détermine le prix des divers types de risques et module ainsi le montant des primes de risque (en ce compris le risque de liquidité). Plusieurs indicateurs permettent de cerner le risque de liquidité, notamment l'écart entre les taux Euribor et OIS (ou la différence entre les taux du marché interbancaire non garantis et garantis), qui s'est nettement creusé après la faillite de Lehman Brothers. En outre, il peut aussi être illustré par l'écart entre les rendements de plusieurs types d'obligations garanties par les États, qui, par définition, comportent un risque de crédit similaire mais des risques de liquidité potentiellement autres (comme la différence entre les rendements obligataires de la banque

Encadré 1 – Décomposition des marges sur les prêts bancaires accordés aux PME et rôle du risque souverain

Nous décomposons les marges sur les prêts bancaires en quatre écarts de taux, dans l'esprit de Illes et Lombardi (2013). Plus spécifiquement, la décomposition se présente comme suit :

$$R_{\text{détail}} - R_{\text{MRO}} = [R_{\text{OIS}} - R_{\text{MRO}}] + [R_{\text{souv}} - R_{\text{OIS}}] + [R_{\text{Baa}} - R_{\text{souv}}] + [R_{\text{détail}} - R_{\text{Baa}}]$$

Du côté gauche du signe d'égalité, nous mesurons la marge $[R_{\text{détail}} - R_{\text{MRO}}]$ sur les prêts bancaires par la différence entre le taux d'intérêt sur les prêts bancaires aux (petites et moyennes) entreprises – estimé au moyen du taux sur les prêts à long terme de faible montant – ou aux ménages ($R_{\text{détail}}$) et le taux des opérations principales de refinancement (*Main Refinancing Operations* – MRO) de la BCE (R_{MRO}). Nous interprétons les écarts de taux du côté droit du signe d'égalité comme des primes de risque. La première composante $[R_{\text{OIS}} - R_{\text{MRO}}]$ s'entend comme une prime de risque de transformation des échéances, mesurée par la différence entre le taux des swaps indexés au jour le jour à long terme (*Overnight Index Swaps* - OIS), R_{OIS} (un taux du marché interbancaire à cinq ans), et le taux des MRO (typiquement assorti d'une échéance d'une semaine)⁽¹⁾. La deuxième composante $[R_{\text{souv}} - R_{\text{OIS}}]$ constitue la prime de risque-pays, mesurée par la différence entre le rendement des obligations souveraines (R_{souv}) et le taux du marché interbancaire, tous deux à cinq ans. La troisième composante $[R_{\text{Baa}} - R_{\text{souv}}]$ porte sur la prime de risque des entreprises bien notées, mesurée par la différence entre les rendements des obligations bien notées (notation Baa ou supérieure) des sociétés non financières (R_{Baa}) et le rendement des obligations souveraines, à cinq ans dans les deux cas⁽²⁾. Elle représente la prime de risque additionnelle obtenue sur un investissement dans le secteur des entreprises (bien notées) par rapport à un investissement en obligations souveraines. La dernière composante $[R_{\text{détail}} - R_{\text{Baa}}]$ correspond à une prime de risque sur les prêts bancaires, mesurée par la différence entre le taux appliqué par les banques aux prêts à long terme (plus de cinq ans) de faible montant (inférieur ou égal à un million d'euros) octroyés aux sociétés non financières et les rendements des obligations bien notées des sociétés non financières. Elle représente à la fois la prime additionnelle que les banques retiennent sur les prêts qu'elles accordent aux entreprises non nécessairement bien notées, l'absence d'alternative au crédit bancaire pour les petites et moyennes entreprises et le *monitoring cost* de ces entreprises supporté par les banques⁽³⁾.

Même si les quatre primes de risque s'additionnent pour former ensemble la marge sur les prêts bancaires (cf. graphique 4), les variations des primes de risque individuelles ne correspondent pas toujours à celles de la marge totale. Ainsi, les primes de risque-pays ont commencé à reculer en 2012, tandis que les marges sont demeurées globalement stables en Belgique, en Italie et en Espagne. Pour estimer de manière plus structurelle le lien entre les marges sur les prêts bancaires et les primes de risque-pays, la littérature a souvent recours à une analyse standard par régression simple (Cordemans et de Sola Perea, 2011 ; BCE, 2013 ; Gambacorta et al., 2014 ; Neri, 2013 ; Arnold et van Ewijk, 2013). Les régressions que nous utilisons pour les marges sur les prêts bancaires aux sociétés non financières ou aux ménages se présentent sous la forme suivante :

$$R_{\text{détail}} - R_{\text{MRO}} = \alpha + \beta [R_{\text{OIS}} - R_{\text{MRO}}] + \gamma [R_{\text{souv}} - R_{\text{OIS}}] + \delta \Delta \ln [PIB]$$

Ce modèle explique la marge prise sur les taux débiteurs bancaires par une constante (α), le risque de transformation des échéances, le risque-pays (risque souverain) et le taux de croissance en glissement annuel du PIB en volume, qui sert d'indicateur du cycle conjoncturel et permet de tenir compte de différents types de risques de crédit concernant les sociétés non financières et/ou les ménages. Les paramètres β et γ mesurent la transmission des primes retenues (respectivement de risque de transformation des échéances et de risque souverain) aux

(1) La différence reflète également un risque de crédit marginal des banques très bien notées (*prime banks*), qui est souvent négligé. Cf. BCE (2014b).

(2) Les rendements des obligations d'entreprise à cinq ans ne sont pas disponibles en tant que tels dans la base de données Barclays Capital que nous utilisons. Nous nous basons dès lors sur la moyenne des taux des obligations assorties d'une échéance comprise, d'une part, entre quatre et cinq ans et, d'autre part, entre cinq et six ans.

(3) Comme les taux débiteurs bancaires à long terme couvrent des échéances supérieures à cinq ans alors que nous ne prenons en compte que les obligations d'entreprise bien notées assorties d'une échéance de cinq ans, une prime marginale de transformation des échéances est inévitable.



marges sur les prêts bancaires, tandis que le coefficient δ mesure l'incidence des variations de la croissance du PIB sur l'écart des taux débiteurs bancaires.

D'après les résultats de l'estimation présentés ci-dessous, les banques ne répercutent que partiellement les deux primes de risque considérées sur les marges qu'elles prélèvent sur les taux d'intérêt des prêts aux ménages et aux sociétés non financières (les coefficients β et γ sont inférieurs à 1). Il apparaît cependant, au vu des valeurs significatives et positives des paramètres, que les marges réagiraient sensiblement aux fluctuations des primes de risque-pays. Une exception est toutefois à signaler dans le cas de l'Allemagne pour les sociétés non financières, pour lesquelles le paramètre ne semble pas être significatif; le coefficient allemand de la prime de risque-pays γ est également moins significatif pour les ménages. Les effets économiques des primes de risque-pays semblent importants: en Belgique, par exemple, les résultats de l'estimation impliquent que, toutes autres choses étant égales, une hausse de 1 point de pourcentage de la prime de risque-pays ferait grimper la marge sur les prêts bancaires aux sociétés non financières et aux ménages de respectivement 60 et 55 points de base en moyenne. Les résultats pour les autres pays sont similaires (à l'exception de l'Allemagne). Par ailleurs, les coefficients du taux de croissance du PIB dans les quatre pays examinés sont négatifs et significatifs, ce qui suggère que les marges sur les crédits bancaires sont plus élevées lors des périodes de basse conjoncture (éventuellement à la suite de l'augmentation du risque de crédit). De surcroît, les R-carrés indiquent que les régressions sont d'une précision acceptable. En fonction du pays et du secteur, entre 40 et 76 % de la variation des marges est expliquée.

ANALYSE PAR RÉGRESSION DES TAUX DÉBITEURS BANCAIRES

(estimation par moindres carrés ordinaires, données en pourcentage, 2003M1-2014M12)

	α	β	γ	δ	R ²
Résultats pour les sociétés non financières ⁽¹⁾⁽²⁾					
Belgique	2,18***	0,75***	0,60***	-0,17***	56 %
Allemagne	2,14***	0,60***	0,61	-0,07***	53 %
Italie	2,44***	0,40***	0,74***	-0,09***	67 %
Espagne	2,74***	0,04	0,68***	-0,13***	76 %
Résultats pour les ménages ⁽²⁾⁽³⁾					
Belgique	2,07***	0,59***	0,55***	-0,19***	40 %
Allemagne	2,07***	0,60***	0,97**	-0,07***	47 %
Italie	2,19***	0,69***	0,47***	-0,09***	58 %
Espagne	3,15***	0,18	0,58***	-0,18***	68 %

Sources: Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, BCE, calculs propres.

(1) Les données pour l'Espagne ont été lissées à l'aide d'une moyenne mobile sur sept mois.

(2) Taux appliqués par les IFM sur les nouveaux prêts immobiliers octroyés aux ménages assortis d'une échéance supérieure à cinq ans, pondérés par le volume des nouveaux contrats.

(3) Significatif à 1%: ***; 5%: **; 10%: *.

Sur la base de ce modèle, on peut procéder à une analyse contrefactuelle pour estimer l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les marges. Plus spécifiquement, nous calculons les primes de risque qui auraient été enregistrées en l'absence de crise de la dette souveraine (primes contrefactuelles). Pour ce faire, nous neutralisons les primes de risque-pays à partir de 2009. Il convient toutefois de noter que cet exercice présente des limites dues



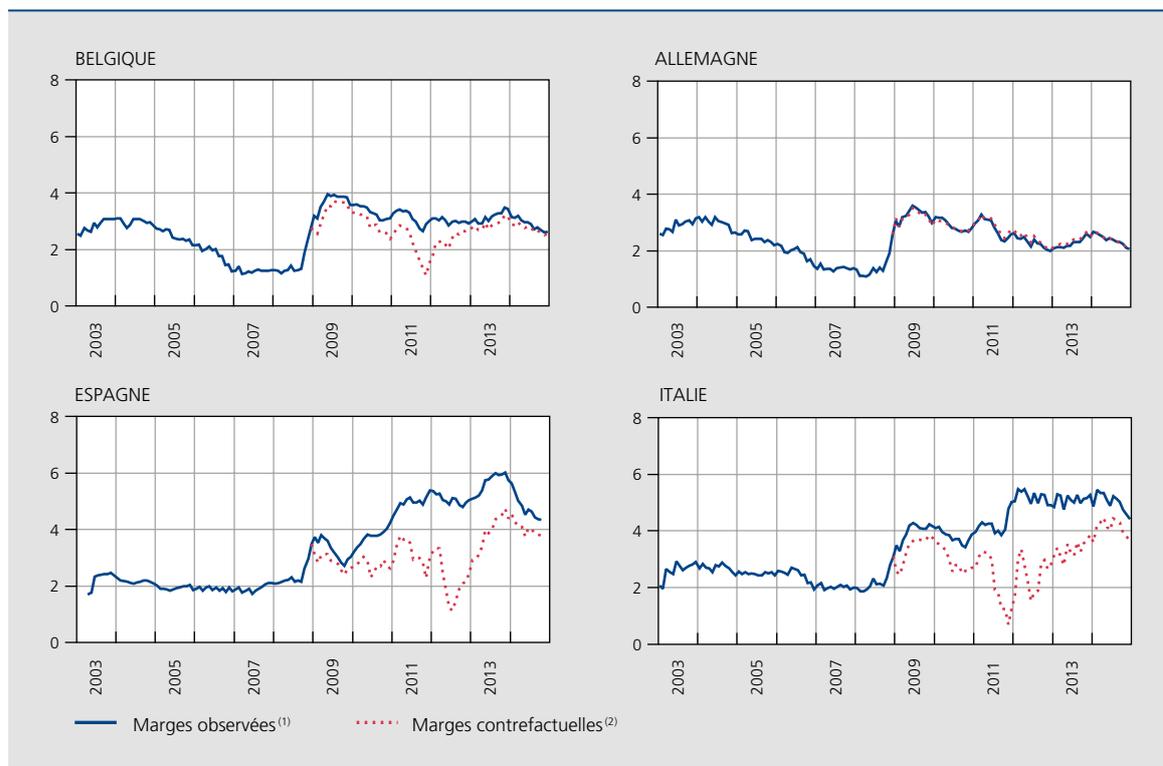
à la simplicité du modèle. Ainsi, l'absence d'effets de rétroaction de la crise de la dette souveraine au niveau du taux de croissance du PIB n'est pas prise en compte. Ce type d'exercice peut cependant servir de première approximation pour illustrer l'incidence (directe) de la crise de la dette souveraine sur les marges prises sur les prêts bancaires.

S'agissant des sociétés non financières, les marges semblent significativement plus serrées dans le scénario intégrant des primes de risque souverain nulles après 2009. Les écarts les plus marqués entre les valeurs observées et les valeurs contrefactuelles se situent en 2011 et en 2012. En Belgique, plus particulièrement, l'écart maximal est constaté en novembre 2011, ce qui s'explique par la crise gouvernementale. D'après les simulations opérées sur la base de ce modèle simple, la marge belge sur les taux débiteurs bancaires aurait été inférieure de près de 2 points de pourcentage en novembre 2011 si on avait fait abstraction de la prime de risque-pays. En revanche, presque aucune différence n'est notée en Allemagne entre les valeurs observées et les valeurs contrefactuelles, étant donné la faiblesse de la prime de risque-pays.

Il convient de noter par ailleurs que les valeurs contrefactuelles des marges des crédits bancaires ont commencé à augmenter à partir du début de 2012 (en Belgique) ou de la mi-2012 (en Italie et en Espagne), pour se rapprocher des valeurs observées. Ce constat donne à penser que les marges actuelles sur les taux débiteurs bancaires sont dues non plus principalement aux primes de risque-pays, mais plutôt aux primes de risque des entreprises/prêts bancaires (comme l'indique également la décomposition des marges présentée dans le corps du texte).

ANALYSE CONTREFACTUELLE DES MARGES PRISES SUR LES PRÊTS BANCAIRES ACCORDÉS AUX PME, EN EXCLUANT LES PRIMES DE RISQUE-PAYS APRÈS 2009

(points de pourcentage, 2003M1-2014M12)

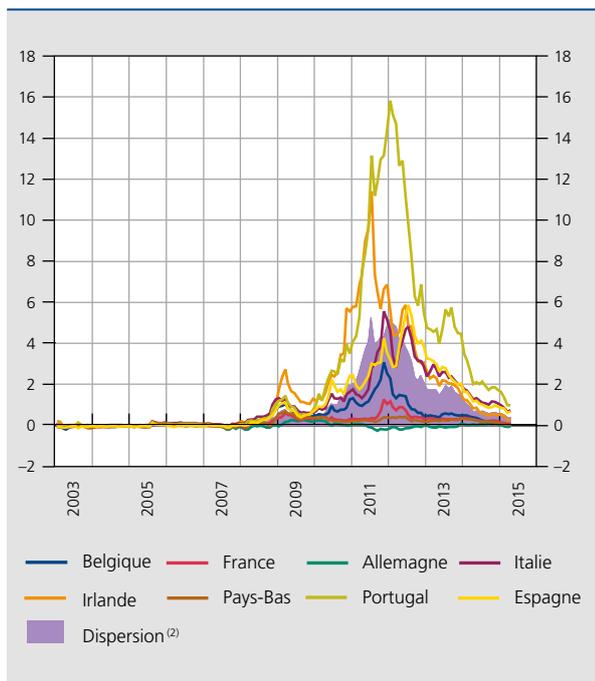


Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE, calculs propres.

- (1) Différence entre les taux appliqués par les IFM sur les nouveaux prêts d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans (approximation des taux des prêts bancaires accordés aux PME) et les taux des MRO de la BCE. Les données relatives à l'Espagne ont été lissées à l'aide d'une moyenne mobile sur sept mois.
- (2) Marges qui auraient été observées en l'absence de la crise de la dette souveraine, estimation sur la base des régressions présentées dans l'encadré, intégrant des primes de risque-pays neutralisées (nulles) à partir de 2009.

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES ÉCARTS DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS SOUVERAINES DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾

(points de pourcentage, moyennes mensuelles, 2003M1-2015M4)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Différence entre les rendements des obligations souveraines à cinq ans et les taux des swaps à cinq ans de l'Euribor à six mois (avant août 2005) ou les taux des OIS à cinq ans (depuis août 2005).

(2) Écart type de la distribution transversale des écarts de rendement des obligations souveraines pour chaque mois.

nationalisée « Kreditanstalt für Wiederaufbau » (KfW) et ceux des Bunds allemands; cf. Monfort et Renne, 2014). L'évolution de l'aversion pour le risque se reflète dans des indicateurs de la volatilité implicite sur les marchés financiers, tel l'indice VIX, qui repose sur la volatilité implicite de l'indice S&P 500.

Nous nous focalisons toutefois sur la période 2010-2012 de la crise de la dette souveraine, au motif que les écarts de rendement ont atteint des niveaux nettement plus élevés que pendant la crise financière (cf. graphique 5). Nous illustrons l'importance de variables économiques fondamentales pour le risque de crédit souverain et montrons que les écarts de rendement des obligations souveraines ont également été influencés par le risque de redénomination, même si l'aversion pour le risque et le risque de liquidité ont persisté.

(1) En anglais, Credit Default Swap (CDS) spreads.

3.1 Risque de crédit durant la crise de la dette souveraine

Au cours de la période 2010-2012, les primes des swaps de défaut (ou spreads de CDS⁽¹⁾) sur les obligations souveraines – une mesure large du risque de défaut souverain – ont sensiblement augmenté. Cette réévaluation du risque de crédit souverain, qui a coïncidé avec les faillites bancaires et/ou le renforcement des garanties des emprunts qui ont obéré les finances publiques, pourrait s'expliquer par le ralentissement de l'économie et par la dégradation de la situation budgétaire des émetteurs souverains.

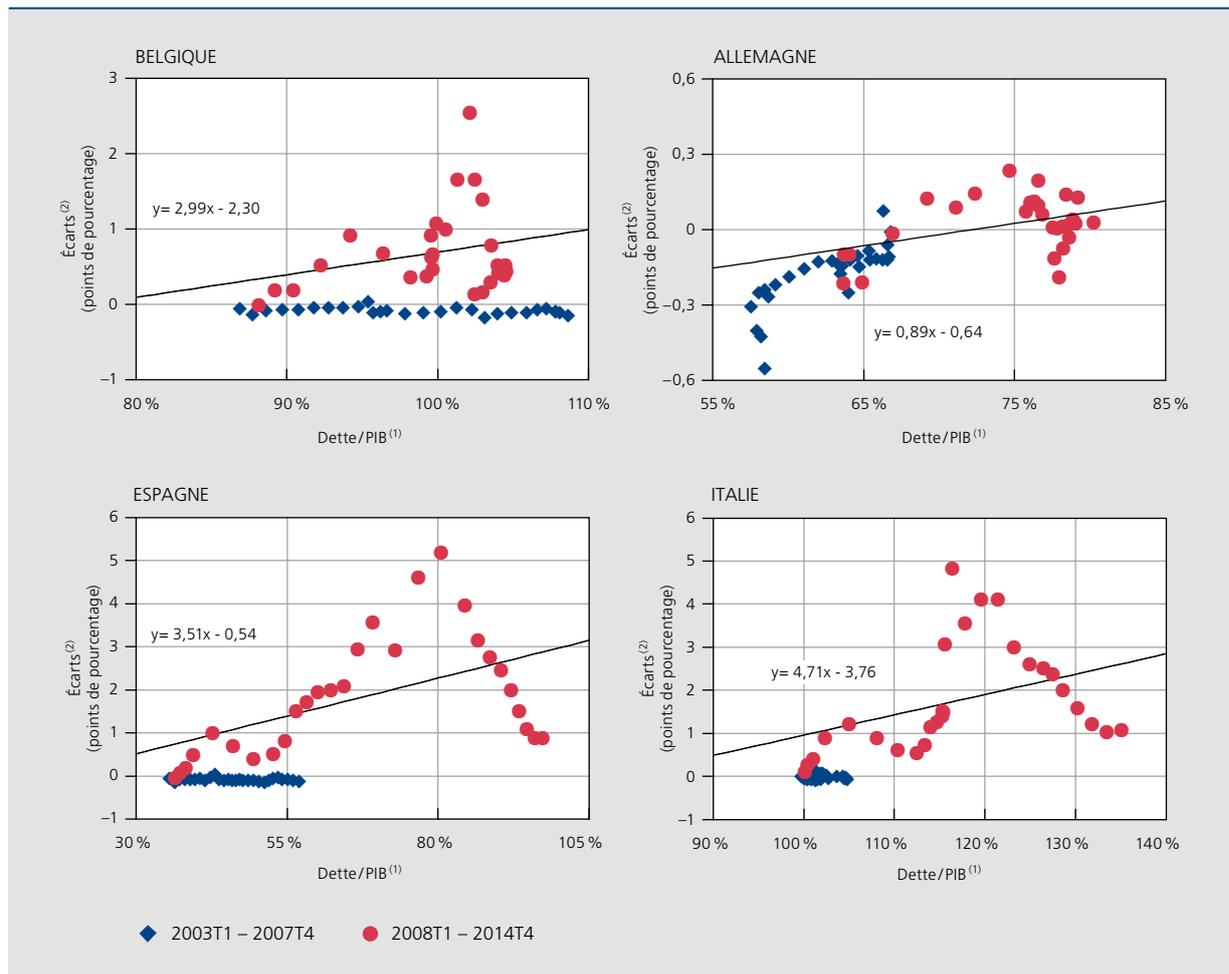
Les variables économiques fondamentales sont des indicateurs de premier ordre du risque de crédit souverain, en ce qu'elles attestent en général la robustesse d'une économie, et notamment la soutenabilité de la dette publique. À ce titre, la dette souveraine exprimée en pourcentage du PIB (annuel) constitue l'une des variables représentatives du risque de crédit souverain. Pour les quatre pays évoqués au graphique 6, la corrélation entre les ratios d'endettement et les écarts de rendement des obligations souveraines est positive sur la période 2008T1-2014T4, en particulier pour la Belgique, l'Italie et l'Espagne, même si l'Allemagne affiche également une corrélation positive, quoique moins prononcée. L'augmentation des ratios de la dette publique semble donc influencer les écarts de rendement des obligations souveraines depuis 2008, et elle devrait par conséquent être prise en compte dans le cadre d'un examen plus approfondi des déterminants des écarts de rendement des obligations souveraines.

Les corrélations n'impliquent pas pour autant l'existence d'un lien causal direct, qui devrait faire l'objet d'une analyse complémentaire. Par conséquent, afin de procéder à une estimation de la composante fondamentale des écarts de rendement (cf. partie 4 ci-après), nous nous concentrons sur la période de crise et considérons une série de variables économiques, y compris le ratio de la dette publique, de même que d'autres variables fondamentales, comme la croissance du PIB.

3.2 Contribution du risque de redénomination à la contagion dans la zone euro

La dynamique des écarts de rendement des obligations souveraines dans la zone euro a également été sensiblement influencée durant la crise de la dette souveraine par l'émergence du phénomène de contagion sur les marchés de la dette souveraine. Celui-ci peut être cerné en examinant les corrélations très nettement positives observées durant la période 2010-2012 entre les rendements des

GRAPHIQUE 6 DETTE PUBLIQUE RAPPORTÉE AU PIB ET CORRÉLATION AVEC LES ÉCARTS DE RENDEMENT SOUVERAINS
(2003T1-2014T4)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Données de fin d'année pour la série dette/PIB, interpolées linéairement.

(2) Différence entre les rendements des obligations souveraines à cinq ans et les taux des swaps à cinq ans de l'Euribor à six mois (avant août 2005) ou les taux des OIS à cinq ans (depuis août 2005).

obligations des différents États périphériques de la zone euro⁽¹⁾. À l'inverse, des corrélations négatives ont pu être notées pendant la même période entre, d'une part, un certain nombre d'États membres du cœur de la zone euro (en particulier l'Allemagne) et, d'autre part, les États périphériques (l'Italie et l'Espagne), voire la Belgique. Ce phénomène de contagion a essentiellement été alimenté par le « risque de redénomination », soit le risque que les actifs libellés en euros puissent faire l'objet d'une redénomination dans une autre devise légale (susceptible d'être dévaluée), c'est-à-dire, en d'autres termes, le risque qu'un pays quitte l'union monétaire. Ce risque est devenu pertinent pour la première fois à la fin de 2011, lorsque la Grèce a dû faire face à de sérieux problèmes financiers. Cette

situation a largement contribué à nourrir les spéculations quant à un éventuel « Grexit », voire à un possible éclatement de la zone euro.

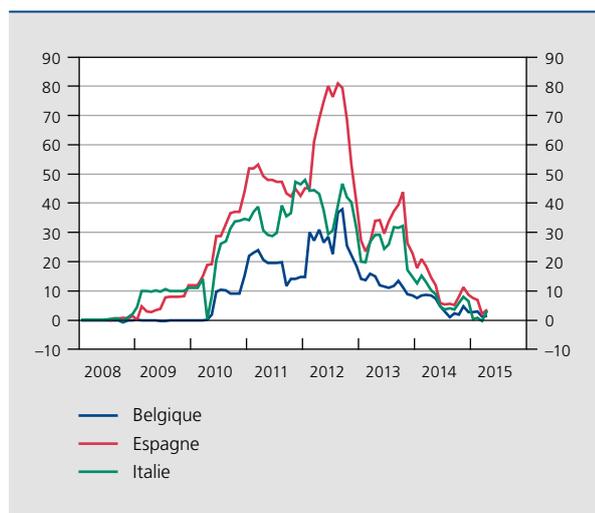
Le risque de redénomination interne à la zone euro est difficile à quantifier. Plusieurs tentatives ont été effectuées, certaines recourant à des enquêtes, d'autres procédant à l'évaluation d'actifs fictifs tablant sur la sortie d'un État membre de la zone euro avant une date donnée, d'autres encore comptabilisant le nombre de recherches sur Google de mots-clés du type « éclatement de la zone euro ». Une autre approche pour la mesure du risque de redénomination, plus fiable, se base sur la modélisation de la dynamique des taux d'intérêt souverains. C'est cette dernière qui sera utilisée dans la partie suivante. En outre, il existe un indicateur simple et approprié (puisque

(1) Cf. Boeckx et Dewachter (2012).

basé sur des transactions effectives d'actifs) qui compare les spreads de CDS sur les obligations souveraines entre les contrats libellés en euros et ceux libellés en dollars des États-Unis. Intuitivement, juste après un défaut, le détenteur d'un contrat CDS libellé en euros encourt un risque supplémentaire lié à la suppression éventuelle de l'euro et à son remplacement par une devise nationale immédiatement dévaluée. À supposer que ce risque soit considéré comme réel par les marchés, les spreads de CDS libellés en euros tendent à être plus minces que ceux des contrats CDS libellés en dollars. Durant la crise de la dette souveraine, la différence, dénommée « quanto CDS spreads » (De Santis, 2015), semblait plus importante pour les États périphériques de la zone euro que, par exemple, pour l'Allemagne, dans la mesure où les premiers étaient davantage concernés par le risque de redénomination que la dernière. Pour obtenir une mesure du risque de redénomination interne à la zone euro (plutôt que par rapport au dollar), nous considérons la différence des « quanto CDS spreads » de plusieurs pays vis-à-vis de l'Allemagne.

Selon cette approche, les risques de redénomination en Belgique, en Italie et en Espagne paraissent faibles, voire insignifiants avant 2010 (cf. graphique 7). Ils semblent toutefois augmenter sensiblement durant la crise de la dette souveraine, pour atteindre un pic à la mi-2012, juste avant l'annonce officielle du programme des OMT en septembre. Actuellement, les risques de redénomination paraissent être revenus à des niveaux nettement plus

GRAPHIQUE 7 INDICATEURS DU RISQUE DE REDÉNUMÉRATION : QUANTO CDS SPREADS PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE⁽¹⁾
(points de base, moyennes mensuelles, 2008M1-2015M4)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Différence entre les spreads de CDS à cinq ans des obligations seniors libellés en dollars et en euros, et écart avec l'Allemagne.

bas pour les trois pays considérés, en dépit des problèmes observés au début de 2015 concernant les difficultés liées au remboursement de la dette souveraine grecque.

Considérant les divers facteurs qui ont influencé la dynamique des écarts de rendement des obligations souveraines tout au long de la crise, la partie qui suit vise à estimer leur incidence quantitative sur les écarts en tenant compte de trois types de facteurs, à savoir des facteurs économiques fondamentaux (comme le PIB et la dette rapportée au PIB), des facteurs non fondamentaux (tels que le risque de redénomination), et des facteurs idiosyncratiques spécifiques aux pays.

4. Décomposition des écarts de taux souverains : le rôle des facteurs fondamentaux et non fondamentaux ainsi que les effets de la politique monétaire

Dans la présente partie, nous décomposons la dynamique des écarts de taux souverains de la zone euro depuis le début de la crise financière en adoptant une approche de modélisation économétrique macrofinancière et nous examinons brièvement les effets de certaines mesures de politique monétaire. Les écarts de taux considérés ici sont calculés par rapport au taux du marché (taux OIS) de même échéance et correspondent dès lors aux primes de risque-pays dont il est question dans la deuxième partie. Nous obtenons ainsi des écarts de taux pour chaque pays de la zone euro, en ce compris l'Allemagne. Le modèle utilisé dans l'analyse est un modèle macrofinancier affine classique de courbe des rendements multi-pays. Plus précisément, il inclut des variables à la fois macroéconomiques et financières et, conformément à la littérature empirique et à la théorie financière, il permet à ces variables d'interagir de manière endogène et d'influencer les écarts de taux souverains, tout en excluant les possibilités d'arbitrage sur les marchés des obligations souveraines (cf. encadré 2).

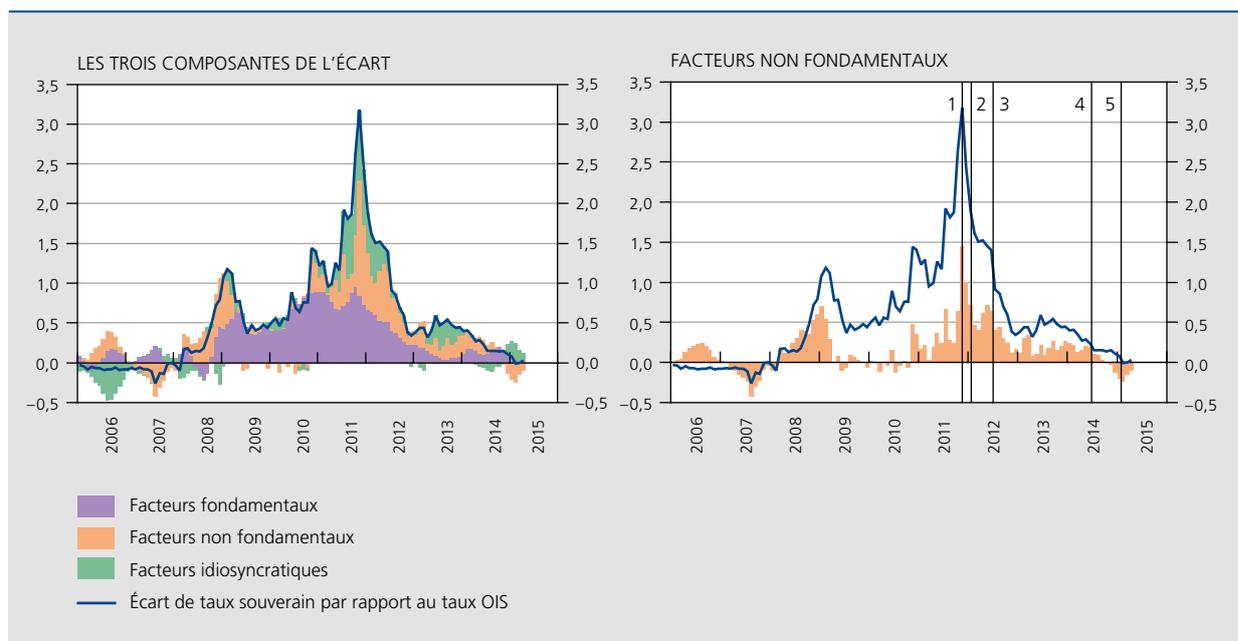
Sur la base du modèle affine de structure par terme des taux, des décompositions historiques peuvent être utilisées pour analyser la contribution des différents chocs macroéconomiques ou financiers à l'évolution des écarts de rendement souverains au fil du temps. Comme mentionné ci-avant, pour réaliser cette décomposition, nous divisons les facteurs explicatifs en trois catégories : (1) les facteurs économiques fondamentaux (tels que le PIB ou la dette publique rapportée au PIB), (2) les facteurs non fondamentaux (principalement le risque de redénomination), et (3) les facteurs propres à chaque pays et non liés aux deux catégories précédentes (comme l'incertitude politique nationale).

D'après la décomposition des écarts de taux souverains à cinq ans en Belgique (cf. graphique 8), en Allemagne (cf. graphique 9), en Italie (cf. graphique 10) et en Espagne (cf. graphique 11), les chocs à la fois fondamentaux et non fondamentaux s'avèrent avoir généralement influencé les écarts de taux souverains dans les quatre pays tout au long de la crise. Selon le modèle, même si la composante fondamentale paraît avoir été globalement plus importante pour tous les pays (elle semble expliquer plus de 50 % des écarts de taux souverains en moyenne dans chaque pays), des variables macroéconomiques et budgétaires, mais aussi d'autres facteurs non fondamentaux auraient joué un rôle majeur dans l'évolution des écarts de taux souverains. Par conséquent, les risques non fondamentaux pourraient avoir gonflé les primes de risque souverain, et donc entravé la bonne transmission de la politique monétaire aux ménages et aux sociétés non financières par le jeu des mécanismes présentés dans la deuxième partie. En outre, la contribution des chocs idiosyncratiques semble n'avoir été significative qu'à certains moments. Ainsi, en Belgique, l'incidence de chocs idiosyncratiques sur les écarts de taux aurait été particulièrement grande au second semestre de 2011, en pleine crise gouvernementale, mais elle aurait rapidement

disparu après la formation d'un gouvernement au début du mois de décembre 2011.

Cela étant, l'incidence relative des chocs fondamentaux et non fondamentaux sur les écarts de rendement souverains a bel et bien varié selon les pays et au fil du temps. De 2008 à la fin de 2011 environ, ce sont principalement des chocs économiques fondamentaux qui auraient contribué à l'accroissement des écarts de taux souverains en Belgique, en Italie et en Espagne. En Italie et en Espagne, plus particulièrement, les composantes fondamentales représentaient à la fin de 2011 jusqu'à un peu moins de 3 points de pourcentage des écarts de taux souverains, qui fluctuaient (largement) autour de 4 points de pourcentage. Au cours de cette période, les marchés des obligations souveraines semblaient donc refléter la détérioration de la situation économique prévalant dans ces trois pays. Parallèlement, les composantes non fondamentales des écarts de taux souverains demeurant relativement limitées (du moins jusqu'en novembre 2011), la politique monétaire de la BCE s'est principalement concentrée sur l'octroi de liquidités au secteur financier, en adoptant des mesures de politique monétaire à la fois conventionnelles et non conventionnelles, comme des diminutions de ses taux d'intérêt

GRAPHIQUE 8 DÉCOMPOSITION HISTORIQUE DES ÉCARTS DE TAUX SOUVERAINS EN BELGIQUE *
(points de pourcentage, 2006M1-2015M4)



Sources : Bloomberg, FMI, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

* Décomposition historique des écarts de taux souverains à cinq ans (par rapport aux taux OIS). Cf. Dewachter et al. (2014).

(1) 11/2011 : Démission des Premiers ministres italien et grec, référendum en Grèce, crise politique en Belgique.

(2) 12/2011 et 02/2012 : VLTRO.

(3) 09/2012 : Annonce du programme des OMT.

(4) 06/2014 : Annonce des TLTRO (en plus d'autres mesures).

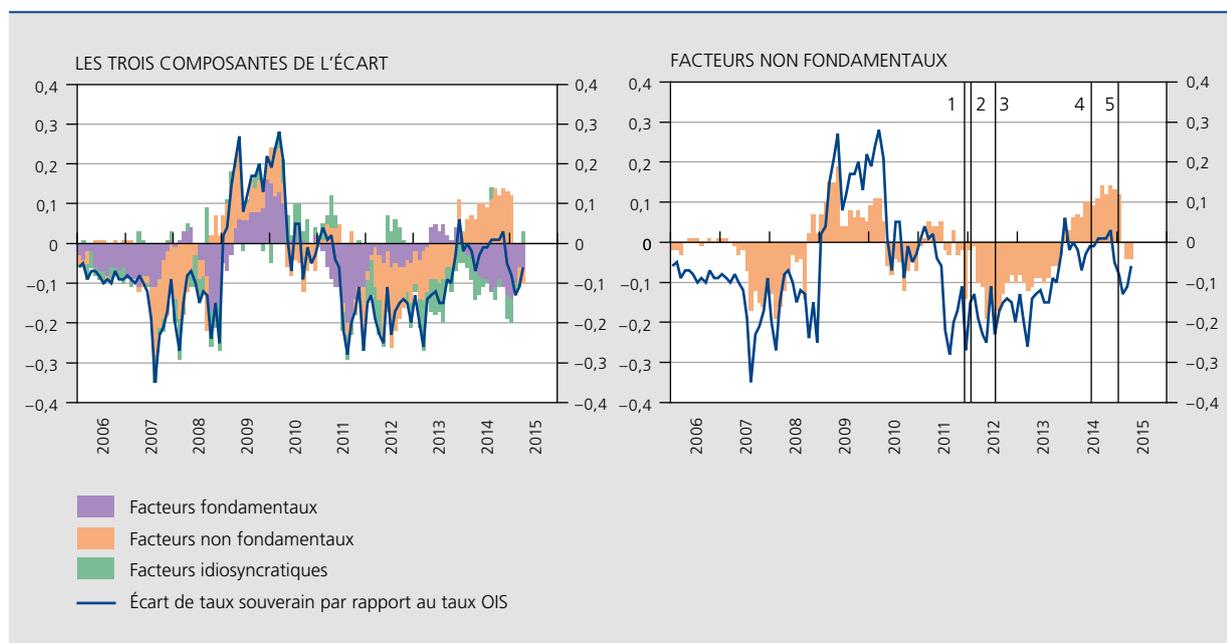
(5) 01/2015 : Annonce du programme APP.

directeurs et deux opérations de refinancement à très long terme (*Very Long-Term Refinancing Operations – VLTRO*) menées en décembre 2011 et en février 2012.

Toutefois, à partir de la fin de 2011, les chocs non fondamentaux en général, et le risque de redénomination en particulier, ont massivement concouru à l'évolution des écarts de taux souverains. Selon les graphiques par pays, leur contribution semble avoir atteint deux pics plus ou moins explicites, à savoir en novembre 2011 et au cours de l'été de 2012. Le premier pic de risques non fondamentaux, observable en Belgique, en Italie et en Espagne – où ces risques expliquaient respectivement 46, 52 et 63 % des écarts de taux souverains –, est concomitant aux tensions extrêmes liées à un éventuel référendum en Grèce (sur l'approbation des conditions de la Troïka relatives à un accord de prêt) ainsi qu'à la démission des Premiers ministres grec et italien. Le deuxième pic estimé des composantes non fondamentales, qui a été atteint durant l'été de 2012 et qui a été très visible en Italie et en Espagne (plus qu'en Belgique), est principalement dû à une forte hausse du risque de redénomination. Il coïncide également avec les grands « quanto CDS spreads » enregistrés à l'époque (cf. section 3.2). L'été de 2012 a

été marqué par les difficultés qu'ont rencontrées les Grecs pour former un gouvernement au lendemain des élections de mai, alimentant les craintes d'une éventuelle sortie de la Grèce de la zone euro et, par contagion, d'un éclatement de la zone euro. Plus spécifiquement, au cours de l'été de 2012, les facteurs non fondamentaux semblent avoir représenté en Italie et en Espagne 150 points de base environ des quelque 500 et 600 points de base, respectivement, pour les écarts de taux souverains totaux (contre quelque 60 des 150 points de base en Belgique). Sans surprise, l'écart de taux souverain allemand et sa composante non fondamentale ont été négatifs en 2012 à la suite du mouvement de report sur les valeurs sûres opéré par les investisseurs. Compte tenu de la gravité des risques (de redénomination) non fondamentaux, la BCE a annoncé son intention de s'attaquer au risque de redénomination en juillet 2012 (Draghi, 2012) et a mis en place le programme des OMT en septembre 2012. Dans le cadre de ce programme, la BCE est prête à intervenir dans les cas où les perturbations sur les marchés des obligations souveraines seraient extrêmes, en achetant des obligations souveraines (possiblement en quantité illimitée) sur le marché secondaire des États membres de la zone euro sollicitant une assistance financière du

GRAPHIQUE 9 DÉCOMPOSITION HISTORIQUE DES ÉCARTS DE TAUX SOUVERAINS EN ALLEMAGNE *
(points de pourcentage, 2006M1-2015M4)



Sources : Bloomberg, FMI, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

* Décomposition historique des écarts de taux souverains à cinq ans (par rapport aux taux OIS). Cf. Dewachter et al. (2014).

(1) 11/2011 : Démission des Premiers ministres italien et grec, référendum en Grèce, crise politique en Belgique.

(2) 12/2011 et 02/2012 : VLTRO.

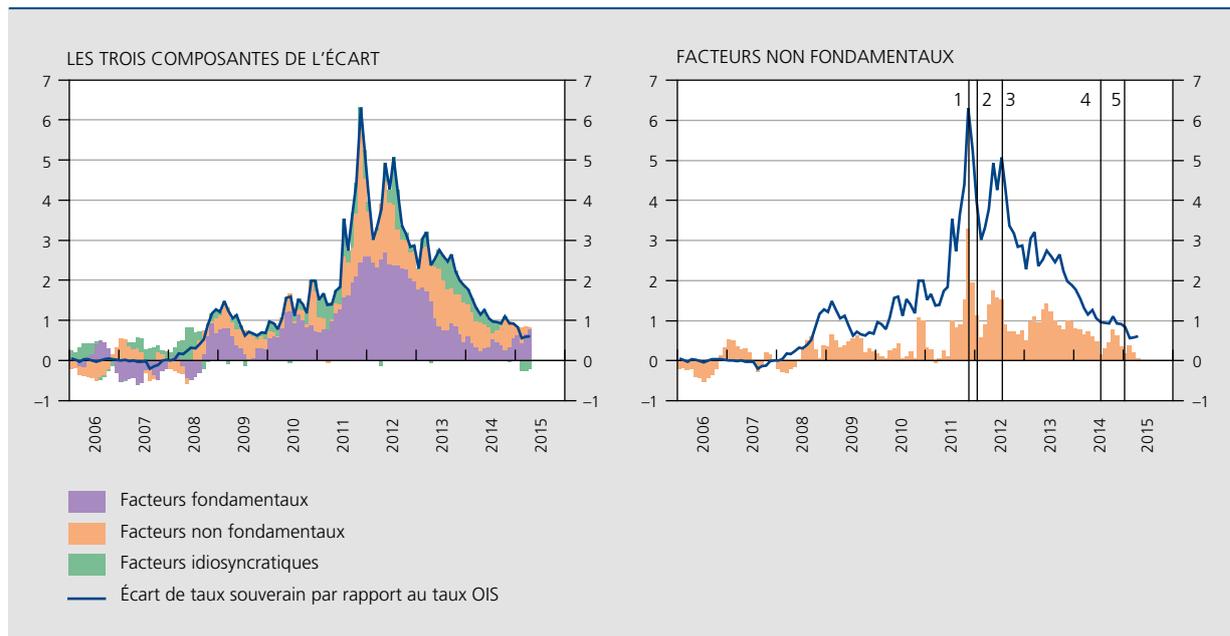
(3) 09/2012 : Annonce du programme des OMT.

(4) 06/2014 : Annonce des TLTRO (en plus d'autres mesures).

(5) 01/2015 : Annonce du programme APP.

GRAPHIQUE 10 DÉCOMPOSITION HISTORIQUE DES ÉCARTS DE TAUX SOUVERAINS EN ITALIE *

(points de pourcentage, 2006M1-2015M4)



Sources : Bloomberg, FMI, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

*Décomposition historique des écarts de taux souverains à cinq ans (par rapport aux taux OIS). Cf. Dewachter et al. (2014).

- (1) 11/2011 : Démission des Premiers ministres italien et grec, référendum en Grèce, crise politique en Belgique.
- (2) 12/2011 et 02/2012 : VLTRO.
- (3) 09/2012 : Annonce du programme des OMT.
- (4) 06/2014 : Annonce des TLTRO (en plus d'autres mesures).
- (5) 01/2015 : Annonce du programme APP.

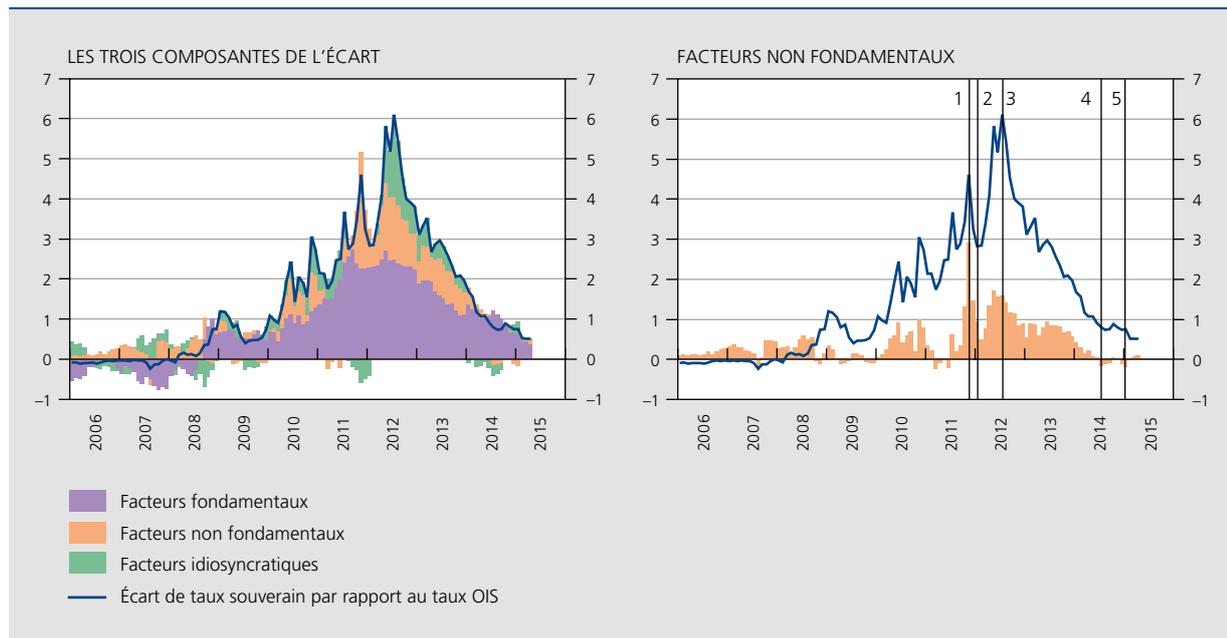
mécanisme de stabilité européen et respectant le programme d'ajustement imposé. Comme cette mesure a grandement contribué à réduire le risque de redénomination, les effets de l'annonce des OMT correspondent à la baisse des composantes non fondamentales estimées, de quelque 60 points de base en Espagne et de 30 points de base environ en Belgique et en Italie entre septembre et novembre 2012. Inversement, la composante non fondamentale allemande est devenue moins négative (et a augmenté de 9 points de base au cours de la même période).

À la mi-2014, les écarts de taux souverains s'étaient considérablement resserrés, et leurs composantes non fondamentales semblaient s'être dissipées en Belgique, en Italie et en Espagne. Les écarts de taux souverains s'étaient réduits et paraissaient être surtout soutenus par des facteurs économiques fondamentaux. Néanmoins, la transmission de la politique monétaire de la BCE aux ménages et aux sociétés non financières devait encore être entièrement rétablie, comme le montrent notamment les marges relativement élevées à l'époque sur les prêts bancaires (qui font l'objet d'une analyse dans la deuxième partie) ou le bas niveau des flux de crédits à l'économie réelle. En conséquence, la BCE a annoncé en juin

2014 qu'elle mènerait des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) dès septembre 2014 afin d'encourager les banques à accorder des prêts aux sociétés non financières et aux ménages (à l'exclusion des prêts au logement). En outre, en janvier 2015, la BCE a regroupé et complété ses programmes d'achats de titres par des achats d'obligations souveraines dans le cadre du programme étendu d'achat d'actifs (APP), dont le but est de ramener l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. Nous observons que, depuis l'annonce et la mise en œuvre de ces mesures non conventionnelles, les écarts de taux souverains ont continué de s'amenuiser en Belgique, en Italie et en Espagne. La composante non fondamentale a également continué de diminuer en Italie, alors qu'elle est demeurée essentiellement proche de 0 en Espagne et est devenue négative en Belgique. En avril 2015, les composantes non fondamentales étaient, selon les estimations, très faibles dans chacun des pays analysés.

GRAPHIQUE 11 DÉCOMPOSITION HISTORIQUE DES ÉCARTS DE TAUX SOUVERAINS EN ESPAGNE *

(points de pourcentage, 2006M1-2015M4)



Sources : Bloomberg, FMI, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

* Décomposition historique des écarts de taux souverains à cinq ans (par rapport aux taux OIS). Cf. Dewachter et al. (2014).

(1) 11/2011 : Démission des Premiers ministres italien et grec, référendum en Grèce, crise politique en Belgique.

(2) 12/2011 et 02/2012 : VLTRO.

(3) 09/2012 : Annonce du programme des OMT.

(4) 06/2014 : Annonce des TLTRO (en plus d'autres mesures).

(5) 01/2015 : Annonce du programme APP.

Encadré 2 – Le modèle affiné de courbe des rendements utilisé pour décomposer les écarts de taux souverains

L'approche de modélisation économétrique utilisée pour décomposer les écarts de taux souverains en composantes fondamentales, non fondamentales et idiosyncratiques relève de la catégorie des modèles « macrofinanciers » affines de courbe des rendements. Ces modèles sont devenus la référence pour étudier l'évolution de la courbe des rendements dans le contexte de restrictions en matière de non-arbitrage. Cette catégorie de modèles prend en compte les variables macroéconomiques et les facteurs financiers dans la mesure où ils influencent la courbe des rendements. Les variables macroéconomiques et financières influent sur la courbe des rendements (1) soit parce qu'elles exercent une incidence sur les anticipations relatives aux futurs taux d'intérêt (de politique monétaire) à court terme, (2) soit parce qu'elles agissent sur la prime de risque. Dans ce contexte, plusieurs variables macroéconomiques sont incluses dans le modèle, conformément à l'hypothèse selon laquelle certaines variables macroéconomiques, comme la production et l'inflation, peuvent influencer la politique monétaire (et les futurs taux de politique monétaire à court terme), alors que d'autres agiraient sur les primes de risque, tels les taux d'endettement.

Du point de vue de la théorie financière, le modèle est aussi conçu pour être libre de tout arbitrage (« arbitrage-free »), ce qui implique qu'il génère des courbes des rendements qui ne comportent pas de possibilités d'arbitrage entre des obligations de maturités différentes.

Le modèle peut être formellement représenté comme suit :

$$S_{i,t} = A + B Y_t + \varepsilon_t,$$

$$Y_t = \mu + \Phi Y_{t-1} + \vartheta_t,$$

où $S_{i,t}$ est un vecteur contenant les rendements ou les écarts de rendement souverains de différentes échéances pour un pays i à un moment t , Y est un vecteur décrivant la situation économique (vecteur d'état) et contenant les variables économiques et financières présentées ci-dessous, ε est un terme d'erreur de mesure et ϑ inclut les résidus du deuxième système d'équations du modèle. L'évolution du vecteur d'état, qui modélise aussi implicitement les anticipations de l'économie, est supposée suivre un modèle vectoriel autorégressif (VAR), et les chocs financiers et macroéconomiques structurels subis par l'économie sont identifiés sur la base d'une décomposition de Choleski. Compte tenu de l'évolution macrofinancière du vecteur d'état, le modèle exclut tout arbitrage en restreignant les charges A et B dans les équations de rendement, de manière à ce que la représentation finale de la courbe des rendements soit conforme à l'absence de possibilités d'arbitrage. Le modèle est expliqué plus en détail dans Dewachter et al. (2014).

Le modèle spécifique exposé dans cette partie contient 13 variables (englobées dans le vecteur Y), divisées en trois catégories, à savoir les composantes fondamentales, non fondamentales et idiosyncratiques des écarts de taux souverains examinées dans la quatrième partie. Les variables incluses dans chaque composante sont les suivantes :

- Les facteurs économiques fondamentaux : il s'agit des variables économiques observées qui devraient normalement contribuer le plus aux mouvements des écarts de taux souverains (cf. Afonso et al., 2012; Borghy et al., 2012; Caggiano et Greco, 2012; Maltriz, 2012; von Hagen et al., 2011). Certaines variables sont censées influencer les rendements par le jeu de la politique monétaire et des anticipations relatives aux futurs taux d'intérêt de politique monétaire à court terme, à savoir :
 - la croissance en glissement annuel d'un indicateur général des perspectives économiques (indicateur du sentiment économique mesuré à l'échelon européen);
 - la croissance en glissement annuel du PIB réel (au niveau national);
 - le taux d'inflation en glissement annuel (au niveau national);
 - deux facteurs représentant l'orientation de la politique monétaire. Ces facteurs (niveau et pente) sont extraits d'une analyse en composante principale de la structure par terme des taux OIS.

Outre ces variables, le modèle inclut également la dette publique en pourcentage du PIB, qui est supposée être liée à la prime de risque de crédit. Enfin, l'aversion pour le risque est représentée par l'indice VIX (cf. Bekaert et al., 2013), qui évalue approximativement la volatilité attendue sur les marchés financiers (au cours des 30 prochains jours).

- Les facteurs non fondamentaux : ces facteurs influencent les écarts de taux souverains dans la zone euro, mais ils ne sont pas directement liés à des variables économiques observées. Ils constituent donc un risque de contagion et/ou de redénomination. Plus spécifiquement, nous en dénombrons trois :
 - le risque de redénomination : le risque qu'un actif en euros soit converti en une autre devise légale (éventuellement dévaluée). En d'autres termes, il s'agit du risque qu'un État membre de la zone euro quitte l'union monétaire. Nous l'incluons dans le modèle par l'intermédiaire de deux variables. Comme le risque de redénomination se reflète dans des mouvements communs des écarts de taux de la zone euro (et participe au phénomène de contagion), ces deux variables reposent sur une analyse en composante principale. Dans le modèle actuel, ce sont les deux premiers facteurs des écarts de taux de la zone euro qui sont utilisés comme variables de redénomination⁽¹⁾;
 - le risque de liquidité résiduel (mouvement de report sur les valeurs sûres) : nous considérons l'écart entre les rendements sur les obligations KfW garanties par le gouvernement allemand et les rendements sur les Bunds

(1) Ces deux principaux facteurs expliquent 83 % de la variation totale des écarts de taux souverains dans la zone euro. Il est en outre possible d'interpréter leur signification. Le premier correspond au niveau général des écarts de taux souverains dans la zone euro. Le second permet de distinguer les mouvements des écarts de taux dans les États membres du cœur de la zone euro de ceux dans la périphérie. Le premier est donc élevé lorsque les écarts de taux sont grands partout dans la zone euro, tandis que le second est élevé lorsque la différence entre les écarts de taux des pays du cœur de la zone euro et ceux de la périphérie est importante.

allemands. Le risque de crédit étant identique dans les deux cas, les écarts de rendement observés entre ces obligations résultent principalement de différents niveaux de liquidité entre les deux marchés et reflètent ainsi le risque de liquidité;

– le risque politique mesuré à l'échelon européen: la part des écarts de taux souverains expliquée par ce facteur représente des mouvements communs des écarts de taux qui sont dus à un risque politique à l'échelon de l'ensemble de l'Europe. Plus spécifiquement, l'indice est basé sur le nombre d'articles de presse ayant trait à l'incertitude politique (cf. Baker et al., 2015).

- Les facteurs idiosyncratiques: la contribution de ces facteurs aux écarts de taux est propre à chaque pays et n'est pas liée aux facteurs fondamentaux ou non fondamentaux. Les facteurs idiosyncratiques peuvent par exemple porter sur des développements politiques nationaux ou sur des troubles causés par des grèves ou des tensions sociales. Ils sont inclus dans le modèle sous la forme de deux facteurs extraits à l'aide d'une analyse en composante principale basée sur les écarts de taux souverains d'un État donné.

Conclusion

Le présent article livre une analyse des récentes évolutions des rendements et des écarts de taux souverains dans la zone euro. Plus spécifiquement, nous avons montré que les mouvements sans précédent des rendements et des écarts de taux souverains dans la zone euro durant la crise (de la dette souveraine) pouvaient avoir eu des implications pour plusieurs secteurs de l'économie. En particulier, la crise de la dette souveraine a fait grimper les taux d'intérêt implicites de la dette publique, notamment dans les pays (de la périphérie) qui ont été confrontés à de vives tensions sur leur marché des obligations souveraines, a entraîné dans un premier temps un durcissement des conditions de financement des banques et a poussé à la hausse les coûts des prêts bancaires aux ménages et aux sociétés non financières. S'agissant plus précisément du secteur privé, les évolutions des primes de risque-pays (risque souverain) ont été concomitantes à l'élargissement des marges bancaires sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières, surtout au cours de la période 2011-2013 en Italie et en Espagne, et, dans une moindre mesure, en Belgique.

Un modèle macrofinancier affine de structure par terme des taux a ensuite été utilisé pour appréhender la contribution relative de différents chocs à ces écarts de rendement par pays (écarts de taux souverains). Étant donné qu'une approche modélisée s'impose pour pouvoir quantifier ces contributions, les résultats de l'estimation doivent être interprétés avec prudence et être corroborés par des tests de robustesse supplémentaires. Cette approche estime néanmoins que les écarts de rendement souverains en Belgique, en Allemagne, en Italie et en Espagne ont été lourdement influencés par leur composante fondamentale. C'est pourquoi les chocs subis par les facteurs fondamentaux, tels que la croissance du PIB ou la dette publique en pourcentage du

PIB, restent les principaux moteurs des écarts de taux souverains. De plus, durant la crise de la dette souveraine, le risque de redénomination étant devenu considérable, l'incidence des composantes non fondamentales s'est accrue, ce qui est conforme aux indications d'une mesure indépendante du risque de redénomination («quanto CDS spreads»). Cette composante des risques non fondamentaux a été significative au cours de l'été de 2012, lorsque les craintes quant à une éventuelle sortie de la Grèce de la zone euro ou à un éclatement de la zone euro ont atteint leur paroxysme. Toutefois, depuis 2012, les composantes non fondamentales des écarts de taux souverains semblent avoir perdu en importance en Belgique, en Italie et en Espagne, à la suite de l'annonce du programme des OMT par la BCE. Cependant, afin d'améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire, la BCE a lancé, respectivement en juin 2014 et en janvier 2015, un programme d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et un programme étendu d'achat d'actifs (APP). Ces mesures ont concouru à réduire d'autant plus les composantes non fondamentales des écarts de taux souverains, et, dans un contexte de faible inflation, les rendements nominaux souverains à court et à moyen termes sont devenus négatifs dans certains États membres de la zone euro.

Contrairement aux risques non fondamentaux, les risques économiques fondamentaux semblent demeurer substantiels pour les écarts de rendement. Ainsi, s'agissant des développements en Italie et en Espagne, le modèle indique que la plus grande part des écarts de taux souverains observés en avril 2015 s'expliquent par les composantes fondamentales. Par conséquent, les écarts de taux souverains pourraient encore se resserrer si les facteurs économiques fondamentaux venaient à s'améliorer structurellement, exerçant potentiellement des effets dérivés sur les coûts du crédit pour les ménages et les sociétés non financières.

Bibliographie

Afonso A., M. G. Arghyrou et A. Kontikas (2012), *The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU*, Technical University of Lisbon, Working Paper 36.

Arnold I. J. M. et S. E. van Ewijk (2014), *The impact of sovereign and credit risk on interest rate convergence in the euro area*, De Nederlandsche Bank, Working Paper 425.

Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis (2015), *Measuring Economic Policy Uncertainty*, Institut d'Économie Industrielle, Université Toulouse 1 Capitole, Working Paper.

BCE (2013), « Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière », *Bulletin mensuel*, août, 79–95.

BCE (2014a), « Les déterminants des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro pendant la crise », *Bulletin mensuel*, mai, 69–85.

BCE (2014b), « Les taux d'intérêt sans risque dans la zone euro : problèmes de mesure, évolutions récentes et importance pour la politique monétaire », *Bulletin mensuel*, juillet, 65–81.

Bekaert G., M. Hoerova et M. Lo Duca (2013), « Risk, uncertainty and monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, (60), 771–788.

Bernoth K., J. von Hagen et L. Schuknecht (2012), « Sovereign risk premiums in the European government bond market », *Journal of International Money and Finance*, (31), 975–995.

Boeckx J. et H. Dewachter (2012), « Contagion in euro area sovereign bond markets », *Bank- en Financiewezen*, (2012/4), 224–235.

Borgy V., T. Laubach, J.-S. Mésonnier et J.-P. Renne (2012), *Fiscal sustainability, default risk and euro area sovereign bond spread*, Banque de France, Document de travail 350.

Caggiano G. et L. Greco (2012), « Fiscal and financial determinants of Eurozone sovereign spreads », *Economics Letters*, (117), 774–776.

Cœuré B. (2012), *The euro area sovereign debt market: lessons from the crisis*, speech at the 12th IMF Annual Forum on Managing Sovereign Risk and Public Debt, Rio de Janeiro, 28-29 June.

Cordemans N. et M. de Sola Perea (2011), « Taux directeurs, taux de marché et taux bancaires de détail en zone euro dans le contexte de la récente crise économique et financière », BNB, *Revue économique*, juin, 29–54.

De Santis R. A. (2015), *A measure of redenomination risk*, presented at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets, ECB, 10-11 March.

Dewachter H., L. Iania, M. Lyrio et M. de Sola Perea (2014), « A macro-financial analysis of the euro area sovereign bond market », *Journal of Banking & Finance*, (50), 308–325.

Draghi M. (2012), Speech at the Global investment Conference in London, 26 July.

Gambacorta L., A. Illes et M. Lombardi (2014), *Has the transmission of policy rates to lending rates been impaired by the Global Financial Crisis?*, BIS, Working Paper 477, December.

Illes A. et M. Lombardi (2013), « Interest rate pass-through since the financial crisis », BIS, *Quarterly Review*, September, 57–66.

Maltriz D. (2012), «Determinants of sovereign yield spreads in the Eurozone: a Bayesian approach», *Journal of International Money and Finance*, (31), 657–672.

Monfort A. et J.-P. Renne (2014), «Decomposing euro-area sovereign spreads: credit and liquidity risks», *Review of Finance*, (18), 2103–2151.

Neri S. (2013), *The impact of the sovereign debt crisis on bank lending rates in the euro area*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza* 170.

von Hagen J., L. Schuknecht et G. Wolswijk (2011), «Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis», *European Journal of Political Economy*, 27(1), 36–43.

Analyse de la politique d'assainissement des finances publiques belges

P. Bisciari
B. Eugène
W. Melyn
R. Schoonackers
P. Stinglhamber
L. Van Meensel
S. Van Parys

Introduction

La crise financière et la récession économique qui en a découlé ont, comme cela a été le cas dans la plupart des autres pays avancés, exercé une incidence négative sur les finances publiques belges. En effet, le déficit budgétaire s'est fortement creusé et la dette a sensiblement augmenté. Les pouvoirs publics belges ont donc dû intervenir et mis au point une stratégie de retour à une situation de finances publiques soutenables, en résorbant leur déficit et en cherchant à faire reculer à nouveau leur taux d'endettement. Une partie des mesures visant à atteindre ces objectifs ont déjà été prises, mais des mesures supplémentaires devront encore être arrêtées.

La consolidation budgétaire actuellement menée en Belgique a été précédée de deux autres périodes de consolidation : l'une dans les années 1980 et l'autre dans les années 1990. Le présent article expose les caractéristiques de ces trois épisodes. La première partie délimite les périodes d'assainissement. La deuxième porte sur le contexte économique et politico-institutionnel dans lequel les consolidations budgétaires ont été décidées. La troisième partie donne un bref aperçu des principales mesures. La quatrième aborde plus en détail les différents instruments utilisés pour mettre en œuvre la politique d'assainissement et précise leur incidence. La cinquième partie explique les conséquences de la politique d'assainissement sur l'évolution de la dette publique et sur les taux d'intérêt. L'article se clôture sur une série de conclusions.

1. Évolution des finances publiques belges et balisage des périodes d'assainissement

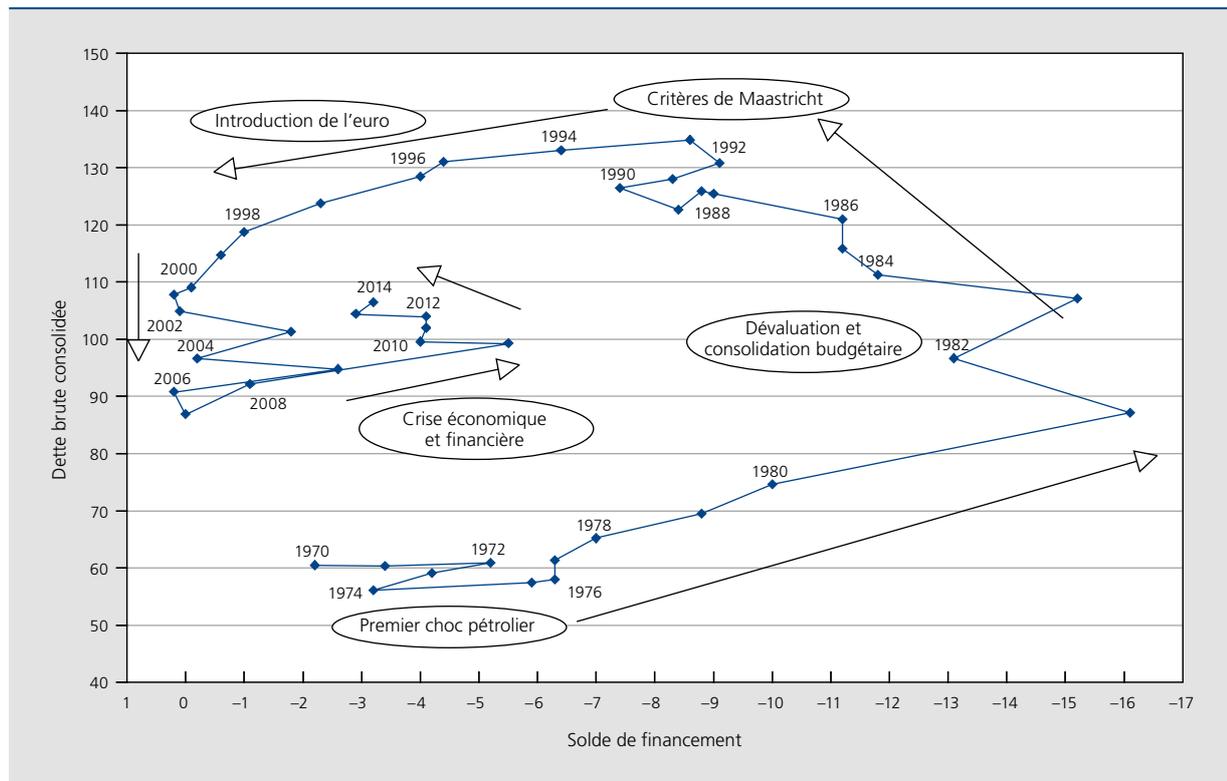
Au cours de ces dernières décennies, l'histoire des finances publiques belges a été mouvementée. Dans la foulée du premier choc pétrolier survenu durant la première moitié des années 1970 et du ralentissement de la croissance économique qui s'est ensuivi, le déficit budgétaire s'est fortement accru, notamment en raison d'une nette accélération des dépenses publiques. En 1981, le déficit a même atteint le niveau très élevé de 16,1 % du PIB.

Au début des années 1980, la Belgique a enregistré d'importants déséquilibres macroéconomiques. En 1982, elle s'est dès lors engagée dans une politique macroéconomique consistant à rétablir la compétitivité internationale de l'économie belge et à assainir les finances publiques. Cette politique a permis d'alléger fortement le déficit budgétaire, mais la dette publique a continué de grimper à un rythme soutenu.

Le traité de Maastricht, signé le 7 février 1992, prévoyait de créer, avant la fin des années 1990, une union monétaire en Europe. Les pays qui souhaitaient y participer seraient toutefois tenus de remplir une série de critères macroéconomiques, notamment sur le plan des finances publiques. Ainsi, le déficit budgétaire ne pourrait dépasser

GRAPHIQUE 1 APERÇU GÉNÉRAL DES FINANCES PUBLIQUES BELGES

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

le seuil des 3 % du PIB, tandis que la dette devrait être inférieure à 60 % du PIB ou retomber à cette valeur à un rythme satisfaisant. Souhaitant faire partie des pays fondateurs de l'union monétaire, la Belgique a pris des mesures visant à ramener le déficit budgétaire sous ce plafond et à faire fléchir la dette. Ces objectifs ont été atteints. Soutenus par une conjoncture favorable, les pouvoirs publics belges sont en outre parvenus à ramener leur budget à l'équilibre au tournant du millénaire. Cette situation d'équilibre budgétaire a pu se maintenir au cours des années qui ont suivi, ce qui a permis de continuer de réduire le poids de la dette publique dans le PIB.

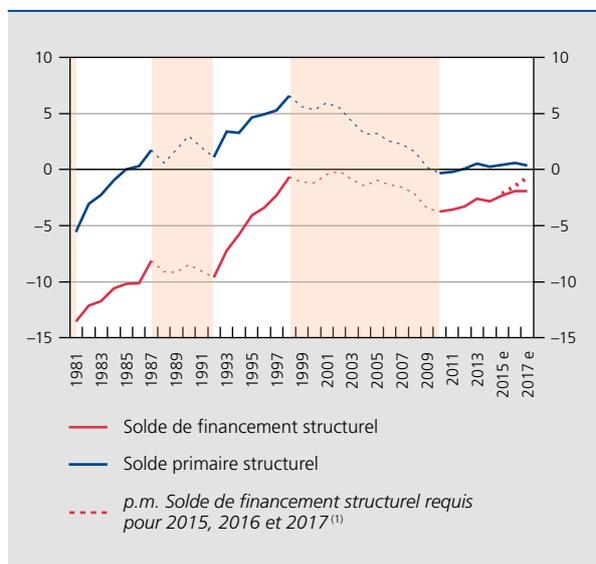
En 2008 et en 2009, toutefois, la crise financière et la récession économique qui en a résulté ont occasionné un nouveau dérapage des finances publiques belges, entraînant l'aggravation du déficit budgétaire et l'accroissement de la dette publique. À la fin de 2009, la Belgique a dès lors été soumise à une procédure européenne concernant les déficits publics excessifs, et des mesures ont par la suite été prises pour comprimer à nouveau le déficit. À ce stade, elles se sont toutefois avérées insuffisantes pour renouer avec l'équilibre budgétaire et éviter le gonflement de la dette publique.

Le présent article délimite les périodes d'assainissement des finances publiques belges à l'aune de l'évolution du solde de financement structurel des pouvoirs publics, c'est-à-dire du solde budgétaire nominal corrigé de l'incidence du cycle conjoncturel et des facteurs non récurrents. Comme on pouvait s'y attendre, ces chiffres font apparaître trois périodes distinctes de consolidation⁽¹⁾. La première a commencé en 1982 pour se terminer en 1987 et s'est caractérisée par une amélioration structurelle du solde budgétaire de 5,4 points de pourcentage du PIB. La deuxième a précédé l'adhésion à l'union monétaire et s'est étendue de 1993 à 1998. Au cours de cet épisode, le déficit budgétaire structurel a reculé de 9 points de pourcentage du PIB. La dernière période de consolidation, consécutive à la crise financière et économique, a débuté en 2011. Entre 2011 et 2014, elle a permis une amélioration structurelle du solde budgétaire de 0,9 point de pourcentage du PIB. Selon les estimations les plus récentes de la Banque, qui tiennent compte des mesures

(1) Pour la période allant jusqu'en 1994, pour laquelle l'Institut des comptes nationaux ne publie pas de statistiques selon la méthodologie du SEC 2010, on a procédé à une rétroprojection sur la base des taux de croissance des données figurant dans les comptes des administrations publiques selon le SEC 1995. Par ailleurs, les principaux facteurs non récurrents ont été identifiés sur la base d'une analyse d'informations relatives à l'exécution des budgets.

GRAPHIQUE 2 BALISAGE DES PÉRIODES DE CONSOLIDATION À L'AUNE DE L'ÉVOLUTION DU SOLDE BUDGÉTAIRE STRUCTUREL

(pourcentages du PIB)



Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Il s'agit d'une amélioration du solde budgétaire structurel de 0,7 point de pourcentage du PIB par an, conformément à la recommandation de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du CSF dans son avis de mars 2015.

déjà décidées, cette amélioration devrait se poursuivre. Ainsi, elle atteindrait 1,8 point de pourcentage du PIB sur l'ensemble de la période 2011-2017. Pour parvenir à l'équilibre budgétaire structurel en 2018, conformément à la recommandation de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances (CSF) et à l'objectif du gouvernement fédéral, il conviendra toutefois d'arrêter des mesures de consolidation complémentaires.

2. Contexte des épisodes de consolidation budgétaire

Des similitudes et des différences significatives peuvent être constatées quant aux circonstances dans lesquelles les trois épisodes d'ajustement budgétaire considérés ont débuté. Sont examinés tour à tour des éléments du contexte économique et du cadre politique et institutionnel.

2.1 Contexte économique

Les trois épisodes d'ajustement ont été entamés lors de récessions en Europe. En Belgique, les phases de consolidation ont démarré à des moments peu porteurs

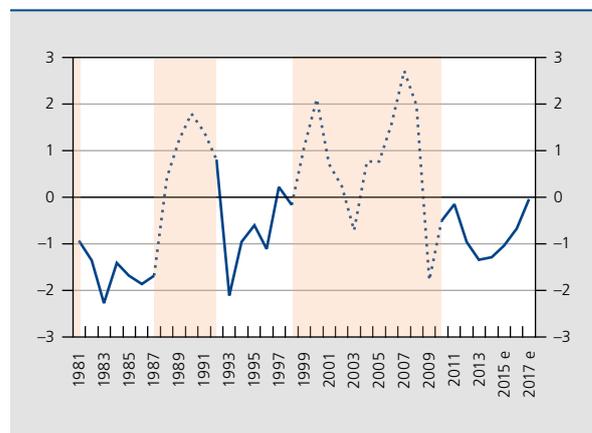
d'un point de vue économique. En effet, l'écart de production était négatif au début de chaque période de consolidation, et il l'est resté quasi tout au long de ces épisodes, ce qui indique que les efforts sont allés de pair avec une sous-utilisation des facteurs de production. La politique budgétaire a, par conséquent, été procyclique.

La situation macroéconomique en Belgique présentait chaque fois des déséquilibres, mais qui différaient quelque peu d'un épisode à l'autre. Ainsi, en 1981-1982, toutes les variables macroéconomiques étaient défavorables : faible croissance économique, pertes d'emploi, forte inflation et déficit du solde courant de la balance des paiements. En 1992-1993, l'atonie de la croissance dans la zone euro était en Belgique aggravée par une nouvelle détérioration de la compétitivité, mais l'inflation était sous contrôle et le pays engrangeait des surpluses courants. En 2009, la Belgique a traversé une grave récession générée par la crise financière internationale qui avait ébranlé ses principaux établissements de crédit en 2008. En revanche, l'inflation était parfaitement maîtrisée et la balance courante était proche de l'équilibre.

À l'entame des assainissements, la Belgique a systématiquement été soumise à de lourdes pressions de la part des marchés financiers. En 1981-1982 et en 1992-1993, les tensions sur le franc belge s'étaient notamment reflétées dans son cours de change par rapport au mark allemand. Au cours de la phase récente, compte tenu l'utilisation de l'euro comme monnaie unique, la pression s'est focalisée en Belgique sur les obligations souveraines et sur les actions des sociétés financières. Elle est retombée après l'annonce, le 25 novembre 2011,

GRAPHIQUE 3 ÉCART DE PRODUCTION EN BELGIQUE

(pourcentages du PIB potentiel)



Sources: CE, ICN, BNB.

d'un accord sur le volet économique et budgétaire à la fin de processus de formation du gouvernement fédéral. Si on examine les années précédant le début de chacun des trois ajustements, le taux d'intérêt à long terme en Belgique a été nettement plus bas au cours de la dernière période de consolidation qu'il ne l'a été pendant l'épisode 1993-1998 et, plus encore, que durant celui de 1982-1987.

D'un épisode à l'autre, la position budgétaire initiale présentait également des différences notables. Ainsi, la dette des administrations publiques dépassait 130 % du PIB en 1992, alors qu'elle s'était limitée à 87 % du PIB en 1981 et avait flirté avec les 100 % du PIB en 2010. Dans les trois cas, elle était orientée à la hausse, principalement en raison du niveau des déficits budgétaires. Le déficit budgétaire était nettement plus élevé en 1981 qu'en 1992 et qu'en 2010.

Si l'ampleur de l'effort à consentir dans le cadre de la consolidation en cours semble ainsi plus limitée que lors des périodes précédentes, certains éléments

contextuels représentent autant d'obstacles plus importants qu'alors.

La première embûche est liée à la croissance potentielle. Celle-ci ne dépasse actuellement pas 1 %, soit environ la moitié de ce qu'elle était au cours des deux consolidations précédentes.

Un deuxième écueil est lié au niveau de la pression fiscale. Par rapport au début des épisodes de consolidation des années 1980 et 1990, celle-ci était plus lourde d'environ 3 points de pourcentage du PIB au commencement de la période de consolidation actuelle. En raison de la hausse qu'elle a subie depuis l'origine de cette consolidation, elle a même atteint près de 45 % du PIB en 2014, soit un niveau jamais observé auparavant et particulièrement élevé à l'aune des pays européens. Les marges d'augmentation de la fiscalité considérée dans son ensemble semblent donc être devenues extrêmement ténues, ce qui n'exclut toutefois pas la possibilité d'un tax shift afin d'alléger la pression fiscale et parafiscale sur le travail.

TABEAU 1 CONTEXTE ÉCONOMIQUE

Critères	1982-1987	1993-1998	2011-2017
Situation économique initiale			
Conjoncture internationale	Récession	Récession	Suite de la crise financière / grave récession
Situation en Belgique	Déséquilibres macroéconomiques	Perte de compétitivité	Idem conjoncture internationale
Inflation	7,6 % (1981)	2,4 % (1992)	2,2 % (2010)
Taux d'intérêt à long terme	13,4 % (1981)	8,7 % (1992)	3,3 % (2010)
Pression financière	Spéculations contre le BEF	Crise au sein du SME	Crise de la dette souveraine
Position budgétaire initiale (pourcentages du PIB)			
	En 1981	En 1992	En 2010
Dette	87,1	130,8	99,5
Solde de financement	-16,1	-9,1	-4,0
Pression fiscale et parafiscale	39,1	39,3	42,3
Dépenses primaires	52,6	42,8	48,9
	Forte hausse dans les années 1970	Hausse limitée depuis la fin des années 1980	Forte hausse depuis 2000
Prestations sociales	22,3	21,4	23,9
Investissements publics	5,2	2,2	2,3
Évolutions au cours des épisodes de consolidation budgétaire			
Croissance potentielle ⁽¹⁾	1,7	2,1	1,0
Incidence du vieillissement	Légère	Plus forte	Encore plus forte

Sources : CE, OCDE, ICN, BNB.

(1) Moyenne des pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

Le niveau des dépenses primaires à l'entame de l'épisode de consolidation en cours se situait entre celui, historiquement élevé, du début des années 1980 et celui, moindre, du début des années 1990. Aussi, dans les années 1980, l'assainissement a-t-il été réalisé en privilégiant des coupes dans les dépenses primaires, tandis que, dans les années 1990, l'accent a davantage été mis sur les recettes. Pour ce qui est de l'ajustement en cours, une marge semble disponible du côté des dépenses. Il est néanmoins soumis à de lourdes pressions du côté des prestations sociales, compte tenu de l'incidence du vieillissement de la population, d'une part, et du fait que les investissements, vu leur faiblesse, n'offrent pas de marges de réduction, d'autre part.

En effet, les dépenses d'investissements publics, encore particulièrement larges en 1981, ont pu être comprimées entre 1982 et 1987. Le niveau colossal du début des années 1980 n'a plus jamais été atteint et, par conséquent, de nouvelles coupes dans ce type de dépenses ne pourraient plus avoir la même ampleur. En outre, les dépenses d'investissement doivent être préservées au mieux, voire, dans la mesure du possible, être stimulées compte tenu de leur effet bénéfique sur le potentiel de croissance.

Le niveau des prestations sociales n'était, en 2010, que légèrement supérieur à ce qu'il était au début des années 1980 et 1990. Toutefois, l'effet du vieillissement de la population se fait de plus en plus ressentir. Les dépenses sociales liées au vieillissement, en particulier celles en matière de pensions et de soins de santé, devraient augmenter encore à l'horizon de 2017.

En revanche, la part salariale dans le PIB reculerait moins sur la période de consolidation en cours que durant les deux épisodes précédents. Une diminution de cette part pèse sur les recettes, les salaires étant relativement plus taxés que les autres revenus.

2.2 Contexte politique et institutionnel

Des similitudes et différences marquantes peuvent également être relevées en ce qui concerne le contexte politique et institutionnel.

2.2.1 Gouvernance européenne et objectifs budgétaires

Le cadre de gouvernance européen a contribué à favoriser les ajustements budgétaires au cours des deux derniers épisodes de consolidation. En 1981, ce cadre était inexistant. La seule pression émanait des pairs, d'organisations internationales telles que le FMI et des marchés financiers.

En 1992, le gouvernement belge a été éperonné par les critères de Maastricht. Pour pouvoir participer à l'union monétaire, il fallait ramener le solde de financement sous la barre des 3 % du PIB à l'horizon de 1997, année de l'examen de qualification pour la zone euro. Pour ce qui est de l'épisode en cours, la Belgique a fait l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs de décembre 2009 à juin 2014, et les règles du pacte de stabilité et de croissance ont été renforcées par le « Six-Pack », le « Two-Pack » et le pacte budgétaire (volet budgétaire du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire).

Le durcissement du cadre de gouvernance européen a aussi pour corollaire des objectifs de plus en plus contraignants pour les administrations publiques. En effet, dans les années 1980, en l'absence de gouvernance européenne, l'objectif du gouvernement était de réduire le solde net à financer. Ce concept budgétaire en base caisse était alors au cœur de la politique budgétaire. Dans les années 1990, le solde de financement des administrations publiques figurant dans les comptes nationaux est devenu le concept privilégié. Ce concept a en effet été repris dans les critères de convergence du traité de Maastricht. Contrairement au solde net à financer, le solde de financement des administrations publiques n'est pas affecté par des opérations purement financières, comme par exemple des recettes de privatisation. S'agissant de l'épisode actuel, les normes sont également quelque peu plus strictes puisque les objectifs sont désormais définis en SEC 2010, alors qu'ils l'étaient en SEC 1979 dans les années 1990 et, surtout, que le cadre de gouvernance européen exige à présent des améliorations du solde structurel afin d'atteindre un équilibre structurel à moyen terme. Ainsi, les mesures temporaires ne permettent plus au gouvernement de réaliser les objectifs budgétaires. Par ailleurs, les critères de Maastricht ont impliqué une attention accrue sur la diminution de la dette à un rythme satisfaisant pendant la période de qualification pour l'euro. Des critères de dette s'appliquent également à la période la plus récente, les pays les plus lourdement endettés devant fournir des efforts budgétaires structurels plus importants que les autres.

2.2.2 Élections et législatures fédérales

Les trois épisodes de consolidation ont été entamés assez tôt pendant des législatures fédérales marquées par une certaine stabilité. Pour ce qui est de l'épisode 1982-1987, le premier programme d'assainissement a été adopté en mars 1982, peu après les élections de novembre 1981. En ce qui concerne l'épisode 1993-1998, même si des mesures budgétaires avaient été intégrées dès 1992, le premier véritable plan d'assainissement est venu avec le

contrôle budgétaire d'avril 1993. Les élections législatives s'étaient tenues en novembre 1991 mais, entre-temps, la conclusion d'un accord institutionnel, à savoir celui de la Saint-Michel en septembre 1992, avait occupé les esprits des décideurs. S'agissant de l'épisode en cours, les premières mesures budgétaires ont été prises dès l'accord de gouvernement de novembre 2011, si ce n'est que cet accord n'est intervenu que bien longtemps après les élections législatives de juin 2010, en raison d'un processus de formation gouvernementale particulièrement long. La tendance à voir des mesures significatives émerger tant au niveau des réformes structurelles que d'un point de vue budgétaire dès la conclusion d'un accord de gouvernement s'est confirmée avec le budget 2015 du gouvernement fédéral mis en place à la suite des élections législatives de mai 2014.

Ces trois épisodes ont par contre différé quant à la méthode parlementaire utilisée par le gouvernement fédéral pour imposer ses mesures budgétaires et ses réformes économiques. En effet, alors que, lors de l'épisode 1982-1987, le gouvernement avait privilégié les pouvoirs spéciaux et que, lors de l'épisode 1993-1998, il avait également eu recours à des lois-cadres, la consolidation en cours a reposé sur des procédures parlementaires classiques (lois-programmes).

2.2.3 Réformes de l'État et rôle de l'Entité II

Au niveau institutionnel, les assainissements ont pris place, au fil du temps, dans un contexte de fédéralisme croissant, en ce que le poids politique, économique et budgétaire des communautés et des régions a progressivement augmenté. Les consolidations budgétaires ont également été entreprises au terme de réformes de l'État. La loi spéciale de réformes institutionnelles du 8 août 1980 a consacré un compromis institutionnel, et c'est donc l'esprit dégagé qu'un gouvernement a pu se former assez rapidement après les élections de novembre 1981 et s'atteler à la tâche budgétaire. En 1993, les décisions en matière d'assainissement ont fait suite aux accords de la Saint-Michel. En 2011, les volets économique et budgétaire de l'accord de gouvernement ont été négociés dans la foulée de l'accord sur la sixième réforme de l'État d'octobre 2011.

L'Entité II, qui rassemble les communautés, les régions et les pouvoirs locaux, a contribué à l'assainissement des finances publiques au cours de chacun des épisodes considérés, fût-ce dans une mesure limitée. Dans les années 1980, ce sont surtout les pouvoirs locaux, dont les finances avaient dérapé, qui ont procédé à des ajustements. Une norme de retour à l'équilibre à l'horizon de 1988 de leur budget ordinaire à l'exercice propre a ainsi été imposée aux communes et aux provinces. L'effort

requis était d'autant plus important que, dans le même temps, le pouvoir fédéral avait réduit les moyens transférés par le biais du Fonds des communes. Néanmoins, il avait aussi repris la dette des grandes villes au travers d'un Fonds d'aide au redressement financier des communes, et les régions, devenues compétentes en matière de finances communales par la réforme de l'État de 1988, ont repris la dette d'autres villes.

Dans les années 1990 et 2010, ce sont plutôt les communautés et les régions qui ont apporté leur concours à la consolidation budgétaire. À partir de 1994, des accords de coopération formels ont été conclus entre le gouvernement fédéral et ceux des communautés et des régions au sein du Comité de concertation, à la suite d'avis émis par la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du CSF créée par la loi spéciale du 16 janvier 1989 relative au financement des communautés et des régions. Des recommandations de déficits maximums autorisés ont été formulées pour chacune des communautés et des régions, de manière à stabiliser leur ratio de la dette par rapport aux recettes avant l'an 2000, soit à la fin de la période transitoire de la loi de financement. La loi de financement comprenait également une reprise partielle de la dette fédérale par les communautés et les régions.

Plus récemment, la loi spéciale du 6 janvier 2014 portant réforme du financement des communautés et des régions, élargissement de l'autonomie fiscale des régions et financement des nouvelles compétences a organisé plusieurs contributions explicites des communautés et des régions à l'assainissement des finances publiques. En décembre 2013, un accord de coopération a mis en œuvre les aspects-clés du pacte budgétaire, formalisant la pratique entre le gouvernement fédéral et ceux des communautés et des régions de conclure des accords de coopération en matière d'objectifs budgétaires. Il prévoit que les objectifs budgétaires annuels seront répartis, en termes nominaux et structurels, entre les différents niveaux de pouvoir sur la base d'un avis de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du CSF. Cette répartition devra être approuvée par le Comité de concertation et sera reprise dans les mises à jour du programme de stabilité.

3. Principales mesures

3.1 Principales mesures des années 1980

3.1.1 Vue d'ensemble

Le gouvernement mis en place après les élections de novembre 1981 s'est fixé comme première priorité de

rétablir les grands équilibres macroéconomiques. Aussi le programme de stabilisation adopté au début de 1982 comportait-il essentiellement des mesures destinées à redresser la compétitivité de l'économie belge. En février 1982, le franc belge a été dévalué de 8,5 %⁽¹⁾. Parallèlement, les prix ont fait l'objet de blocages administratifs, et la modération salariale a inclus un gel réel des salaires en 1981 et en 1982. Des incitants fiscaux ont été prévus, notamment l'encouragement à la souscription d'actions, le régime spécial pour les centres de coordination et la déduction pour investissement. Au titre des incitants parafiscaux, diverses réductions et exonérations des cotisations patronales à la sécurité sociale ont été mises en œuvre, parmi lesquelles l'opération Maribel, entrée en vigueur en juillet 1981. Celle-ci consistait en une diminution des cotisations patronales sur les salaires des ouvriers dans un certain nombre de branches d'activité, compensée par une hausse de la fiscalité indirecte. De premiers ajustements budgétaires ont également été opérés en vue d'alléger le déficit du Trésor.

À partir de mars 1984, la priorité du gouvernement s'est déplacée vers les finances publiques. L'objectif fixé au début de 1982 de ramener les déficits du Trésor et de la sécurité sociale à quelque 7 % du PNB a été retardé d'un an, de 1985 à 1986, mais ce report s'est accompagné d'un plan pluriannuel d'assainissement. En 1985, le gouvernement suivant a postposé à 1989 le retour du solde net à financer à 7 % du PNB et a cherché à crédibiliser cet engagement en adoptant en mai 1986 le plan Sainte-Anne. Des mesures supplémentaires ont également été prises en 1987.

La mesure budgétaire emblématique de cette période a assurément été les trois sauts d'index décidés dans le cadre du plan pluriannuel de mars 1984 et qui sont entrés en vigueur respectivement en avril 1984, en janvier 1985 et en juin 1987. Ces sauts d'index ont prolongé la modération salariale pour les travailleurs, mais les entreprises n'en ont pas profité. Elles ont en effet dû transférer le bénéfice de cette mesure à la sécurité sociale par le biais d'une cotisation de modération salariale. Les sauts d'index ont également permis aux administrations publiques d'abaisser les salaires de leurs travailleurs ainsi que la plupart des allocations sociales. Dans le même temps, une nouvelle cotisation sociale a été instaurée sur les revenus professionnels des indépendants.

3.1.2 Mesures du côté des dépenses primaires

Sur l'ensemble de l'épisode 1982-1987, des coupes ont été effectuées dans la plupart des dépenses primaires du

pouvoir fédéral. Même s'il n'y avait pas encore de norme formelle, les gouvernements ont, dans les faits, cherché, par le biais de circulaires budgétaires, à limiter la croissance de ces dépenses à l'inflation.

Au-delà des sauts d'index, les gouvernements fédéraux ont réduit les rémunérations des salariés en contenant l'emploi public dans les ministères, dans les écoles et à la défense nationale. Cet objectif devait être réalisé grâce à diverses mesures telles que le non-remplacement sélectif des départs naturels, la promotion du travail à temps partiel et l'octroi de pensions anticipées dans l'enseignement. S'agissant de l'enseignement, d'autres mesures, parmi lesquelles la révision à la baisse des normes d'encadrement, ont également comprimé l'emploi. Les crédits affectés à la recherche et, partant, aux chercheurs ont été rognés en 1986.

Les investissements publics, les dépenses de fonctionnement, les dotations aux entreprises publiques et les subsides aux entreprises privées ont également été significativement amputés. Dans ce contexte, les plans de soutien aux secteurs nationaux ont constitué des dépenses non récurrentes portant sur des montants considérables, notamment en 1981 et en 1983.

Des mesures d'économie ont aussi touché l'ensemble des prestations sociales. La liaison au bien-être a été suspendue entre 1982 et 1990, tandis que celle des allocations à l'indice des prix à la consommation national a été lissée à partir d'octobre 1983 et que la plupart des allocations ont subi les sauts d'index à partir de 1984. Certaines prestations ont également été plafonnées, ce qui en a accru la sélectivité.

Des mesures plus spécifiques ont concerné les pensions de retraite et de survie. L'effet en a été atténué, entre autres, par le relèvement des minima et du revenu garanti des personnes âgées.

Diverses initiatives ont visé à maîtriser l'évolution des dépenses de soins de santé. Ainsi, dans le contexte des sauts d'index, les honoraires des médecins n'ont été que partiellement indexés ; le prix de la journée d'hospitalisation a, sauf exception, évolué avec l'inflation ; la croissance du nombre de lits a fléchi dans les hôpitaux et dans les maisons de repos et de soins ; l'intervention personnelle en cas de séjour prolongé à l'hôpital a augmenté ; les médicaments de confort n'ont plus été remboursés ; les conditions de reconnaissance en tant que VIPO⁽²⁾ ont été durcies. Les indemnités de maladie et d'invalidité ont également fait l'objet de mesures restrictives.

Pour ce qui est des allocations familiales, des mesures d'économie spécifiques ont consisté en une retenue

(1) D'autres ajustements des parités au sein du SME ont également affecté le cours du franc belge au fil de cet épisode de consolidation, notamment des réévaluations du mark allemand et du florin néerlandais.

(2) L'acronyme VIPO a été utilisé pour désigner les quatre catégories de personnes qui pouvaient, sous certaines conditions, bénéficier de droits particuliers en matière de sécurité sociale : les veufs, les invalides, les pensionnés et les orphelins.

forfaitaire, à partir d'avril 1982, sur ces allocations et en la suppression, en 1983, des 13^e et 14^e mois dans le régime des travailleurs salariés ayant des enfants donnant droit à une allocation normale de 1^{er} rang. En 1984, l'octroi des allocations familiales majorées a fait l'objet de restrictions.

En ce qui concerne les allocations de chômage, le gouvernement a décidé d'opérer, au sein des personnes qui ne sont pas chefs de ménage, une distinction entre les isolés et les cohabitants, et il a ramené le montant des allocations pour les chômeurs cohabitants de plus de deux ans au minimum d'existence. Les procédures d'exclusion du chômage ont également été renforcées. Ainsi, certaines allocations ont été limitées en cas de durée anormale de chômage ou de chômage répété.

Le pouvoir fédéral a également diminué ses transferts aux pouvoirs locaux, notamment par l'intermédiaire du Fonds des communes. Aussi les pouvoirs locaux ont-ils comprimé leurs dépenses. Les rémunérations ont pu baisser grâce aux sauts d'index, mais aussi à une certaine réduction du personnel communal, tant administratif qu'enseignant. Par ailleurs, les dépenses d'investissement des pouvoirs locaux se sont également inscrites en recul.

3.1.3 Mesures du côté des recettes

Le pouvoir fédéral a envisagé de prélever davantage de ressources fiscales. Certains taux de TVA, dont la taxe spéciale sur les produits de luxe, et droits s'accises ont été majorés, notamment pour financer l'opération Maribel. En 1984, le précompte mobilier est passé de 20 à 25 % et il est devenu libératoire. Le gouvernement a aussi restreint les dépenses fiscales en faveur des entreprises. Ainsi, en 1986, il a supprimé la déductibilité à l'impôt des sociétés de certains avantages sociaux et a renforcé le contrôle de certains avantages abusifs des centres de coordination. S'agissant des recettes non fiscales, les universités ont augmenté les droits d'inscription à la suite des moindres transferts qu'elles percevaient du pouvoir fédéral.

La sécurité sociale a également redressé ses comptes en alourdissant les cotisations sociales. Au-delà de la cotisation de modération salariale par laquelle la sécurité sociale a pu capter le bénéfice des sauts d'index, de nombreuses initiatives ont été prises pour gonfler les cotisations sociales, et ce dans une mesure nettement plus importante que les allègements de cotisations octroyés par ailleurs, dont le principal était l'opération Maribel. Les principaux changements apportés ont consisté à élargir la notion de salaire sur laquelle s'appliquent les cotisations (prise en compte du double pécule de vacances, des primes de fin d'année, des participations bénéficiaires, etc.), à relever, puis à supprimer dès 1981, le plafond salarial, à majorer

certaines cotisations patronales ainsi que les cotisations personnelles (cotisations soins de santé, cotisation spéciale sur les hauts revenus, cotisation spéciale pour les isolés et les ménages sans enfant, etc.). Les cotisations sociales des indépendants ont également été augmentées.

Enfin, les pouvoirs locaux ont accru leurs recettes propres, notamment en augmentant leurs additionnels à l'impôt des personnes physiques.

3.2 Principales mesures des années 1990

3.2.1 Vue d'ensemble

Le gouvernement fédéral formé en mars 1992 a déposé, dès le mois de juin de cette même année, un plan de convergence visant à ramener le déficit à 3 % du PIB en 1996, de manière à pouvoir participer à la troisième phase de l'Union économique et monétaire. Si le budget initial de 1993 comportait déjà un certain nombre de mesures, le tournant a été opéré lors du contrôle budgétaire d'avril 1993, avec l'adoption d'un plan d'assainissement significatif. Les efforts se sont succédés, avec l'adoption du plan global pour l'emploi, la compétitivité et la sécurité sociale en novembre 1993 et de mesures complémentaires à l'occasion de l'élaboration et des contrôles des budgets fédéraux. Dans sa déclaration de politique générale de septembre 1994, le gouvernement a mis en avant la norme du surplus primaire à plus de 6 % du PIB au-delà de 1996. Les élections législatives ont été avancées au printemps de 1995, de manière à faciliter la mise en œuvre de mesures additionnelles destinées à atteindre les objectifs budgétaires. À cette fin, le gouvernement formé après les élections a confirmé ces objectifs dans son accord de juin 1995. Ceux-ci, en particulier le maintien d'un surplus primaire élevé, ont été retranscrits dans le programme de convergence de décembre 1996. Pour pouvoir opérer les réformes nécessaires en matière d'emploi, de compétitivité, de budget et de sécurité sociale, le gouvernement a voté des lois-cadres en 1996.

L'assainissement des finances publiques ayant débuté dans un contexte conjoncturel dégradé et la compétitivité étant affaiblie, la politique budgétaire s'est inscrite dans une perspective plus vaste. S'agissant de la politique économique, le Conseil Ecofin a pris la décision, à la fin de juillet 1993, d'élargir, de 2,25 à 15 %, les bandes de fluctuation des devises participant au SME. Cette mesure a permis d'atténuer la spéculation contre certaines devises, parmi lesquelles le franc belge. L'arrimage de ce dernier au mark allemand a ainsi pu être poursuivi au titre d'objectif de politique monétaire.

Pour rétablir la compétitivité, à défaut d'un accord entre les partenaires sociaux, le gouvernement a imposé un certain nombre d'éléments de modération salariale. Le plan global a ainsi gelé les salaires en termes réels pour les années 1995 et 1996, de même qu'il a introduit l'indice-santé comme indice de référence pour l'indexation des salaires, des allocations, des revenus des professions libérales, des tantièmes et des loyers. Cet indice-santé exclut le tabac, l'alcool, l'essence et le diesel de l'indice des prix à la consommation nationale. En 1996 a également été adoptée la norme salariale, qui limite le risque d'une hausse des coûts salariaux nominaux plus rapide en Belgique que chez ses trois principaux partenaires commerciaux (Allemagne, France et Pays-Bas). La compétitivité des entreprises a aussi été renforcée par l'opération Maribel bis en juillet 1993, ainsi que par une succession de réductions sélectives des cotisations patronales. La priorité a été donnée à certains groupes cibles, comme les jeunes demandeurs d'emploi, les entreprises organisant une meilleure répartition du travail et les personnes peu qualifiées, notamment par l'instauration, lors du plan global, de la diminution des cotisations patronales sur les bas salaires. Cette politique d'abaissement des cotisations patronales s'est amplifiée au cours de la seconde moitié de la décennie. L'opération Maribel a ainsi été étendue en 1997 en vue de la conformer à la législation européenne. Une opération Maribel a également ciblé la création d'emplois dans le secteur non marchand.

Au cours de l'épisode 1993-1998, les objectifs centraux de la politique budgétaire ont été non seulement la contraction du solde de financement mais aussi l'allègement de la dette. À ce dernier égard, plusieurs entreprises publiques, dont les institutions publiques de crédit et Belgacom, ont été privatisées, en tout ou en partie, et des plus-values ont été réalisées sur des ventes de réserves d'or de la Banque.

Pour réduire le solde de financement, le gouvernement fédéral a, dès 1992, défini trois normes à respecter dans les matières relevant de sa compétence. D'abord, les recettes fiscales devaient augmenter au même rythme que le PNB. Ensuite, la croissance des dépenses primaires du pouvoir fédéral ne pouvait dépasser l'inflation. Enfin, une norme d'équilibre financier annuel était fixée pour la sécurité sociale, sous la contrainte de la stabilité, en termes nominaux, des subsides du pouvoir fédéral.

3.2.2 Mesures du côté des dépenses primaires

Afin d'atteindre la norme du gel en termes réels de ses dépenses primaires, le pouvoir fédéral a pris différentes initiatives. Ainsi, les subventions aux entreprises publiques sont restées constantes en termes nominaux plusieurs

années durant. Il en est allé de même des crédits pour la défense nationale. Les dépenses primaires des ministères et des organismes d'intérêt public ont été gelées en termes réels. Des économies sur les frais de fonctionnement auraient fait baisser ce type de dépenses en termes réels. Enfin, l'introduction de l'indice-santé a permis de freiner la hausse des rémunérations des travailleurs du secteur des administrations publiques.

Au-delà de l'incidence générale de l'indice-santé, qui s'applique aussi aux prestations sociales, de nombreuses mesures ont été adoptées en vue de modérer l'évolution de ce type de dépenses.

En 1997, les pensions du secteur privé ont fait l'objet d'une réforme dont les effets sont montés en puissance au fil du temps. La principale mesure a été l'allongement graduel de la carrière, de 40 à 45 ans, et l'augmentation progressive de l'âge pris en compte dans le calcul de la pension des femmes pour respecter la directive de l'UE concernant la mise en œuvre progressive de l'égalité de traitement entre les hommes et les femmes en matière de sécurité sociale.

S'agissant des soins de santé, une norme de croissance réelle a été instaurée. Celle-ci imposait une limite à 1,5 % sur la période allant de 1995 à 1999, mais elle n'a été que rarement respectée. Elle a en outre elle-même fait l'objet d'assouplissements, une série de priorités, notamment des programmes destinés aux malades chroniques ou le développement des soins palliatifs, ayant été financées en dehors de la norme. D'autres mesures ont par ailleurs visé à améliorer l'accessibilité aux patients. Certaines mesures ont néanmoins freiné la demande de soins, comme l'augmentation des tickets modérateurs et la suppression du remboursement de certains médicaments, ou ont cherché à contenir l'offre en agissant, entre autres, sur les volumes (numerus clausus pour les médecins, encouragement à la fusion entre hôpitaux, etc.) et sur les techniques de financement visant les mutuelles, les hôpitaux et les maisons de repos.

En ce qui concerne le chômage, les contrôles ont été renforcés, les abus ont été sanctionnés plus strictement et des plans d'activation ont cherché à réinsérer plus de personnes sur le marché du travail. Les prépensions ont en outre été découragées par un relèvement de l'âge d'accès, mais le nombre de chômeurs âgés non demandeurs d'emploi a néanmoins encore augmenté.

3.2.3 Mesures du côté des recettes

Les mesures les plus significatives de l'épisode de consolidation 1993-1998 ont porté sur les recettes fiscales.

En matière d'impôt des personnes physiques, la suspension de l'indexation de la plupart des barèmes fiscaux décidée dès le budget initial de 1993 a été maintenue tout au long de cette période. Par la suite, dès le contrôle budgétaire d'avril 1993, les autorités ont instauré une contribution complémentaire de crise, perçue à la fois sur l'impôt des personnes physiques et sur l'impôt des sociétés, y compris sur le précompte mobilier, sous la forme d'une perception de 3 centimes additionnels. Les dépenses fiscales relatives à l'épargne à long terme ont également été limitées.

En matière d'imposition des sociétés, des mesures ont été adoptées en vue de supprimer ou de limiter des dépenses fiscales. Plusieurs dispositions ont été modifiées dans un sens plus restrictif ou ont été désactivées (précompte mobilier fictif des centres de coordination, déduction pour investissement, etc.), tandis que des mesures visant à corriger les usages impropres de la législation fiscale ont été prises, notamment la modification des régimes de la quotité forfaitaire d'impôt étranger, des revenus définitivement taxés et des pertes reportées, ou encore l'introduction de la disposition contre l'abus de droit. L'impôt frappant les producteurs d'électricité a lui aussi été augmenté.

Diverses mesures relatives à fiscalité sur la consommation ont également généré des recettes supplémentaires, soit au profit du pouvoir fédéral, soit au titre du financement alternatif de la sécurité sociale destiné à compenser la perte de recettes de ce sous-secteur résultant des réductions de cotisations patronales. Le taux standard de la TVA a été porté de 19,5 à 20,5 % en 1994 et à 21 % en 1996. Des accises ont été relevées, notamment sur les produits ne figurant pas dans l'indice-santé, à savoir les carburants, l'alcool et le tabac. En matière énergétique, une redevance de contrôle sur le mazout de chauffage, une cotisation sur la consommation d'énergie et une taxe compensatoire des accises sur les véhicules au diesel ont été mises en place.

Outre le financement alternatif, des impôts supplémentaires sur les revenus mobiliers et immobiliers ont été prélevés pour refinancer la sécurité sociale. Pour ce qui est de la fiscalité mobilière, le précompte sur les titres à revenu fixe est progressivement passé de 10 à 15 %, tandis que la taxe sur les opérations de bourse a été portée de 0,35 à 1 %. En ce qui concerne la fiscalité immobilière, le revenu cadastral des secondes résidences et des habitations données en location a été augmenté de 25 %.

Au titre des ressources nouvelles pour la sécurité sociale, de nouvelles cotisations ont été instaurées, tandis que des cotisations existantes ont été majorées. La mesure la plus emblématique a été la cotisation spéciale de sécurité

sociale entrée en vigueur en avril 1994. Pour les indépendants, les cotisations sur les revenus professionnels ont été alourdies. Des cotisations ont également été prélevées sur des prestations sociales, entre autres la cotisation de solidarité sur les pensions. Dans les années 1990, le gouvernement fédéral a aussi créé de nouvelles cotisations spécifiques sur les primes d'assurance-groupe, sur les véhicules de société ou sur les contrats étudiants. Le taux des cotisations personnelles avait quant à lui déjà été gonflé de 1 point de pourcentage en juillet 1992.

3.3 Principales mesures des années 2010

3.3.1 Vue d'ensemble

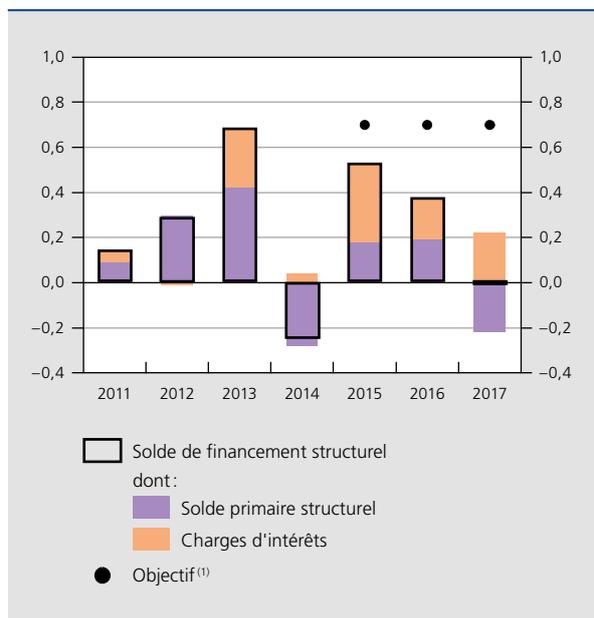
À la suite de l'éclatement de la crise financière et au vu de ses conséquences économiques, les finances publiques se sont détériorées à tel point que le Conseil Ecofin a ouvert une procédure concernant les déficits excessifs à l'encontre de la Belgique à la fin de 2009. Le Conseil avait alors recommandé que le déficit budgétaire soit ramené sous la barre des 3 % du PIB en 2012, au travers d'une amélioration structurelle de 0,75 point de pourcentage du PIB par an au cours de la période 2010-2012. Peu après, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du CSF a également fixé ce jalon, l'accompagnant d'une recommandation de retour à l'équilibre en 2015. Les gouvernements successifs se sont attachés à procéder à une consolidation budgétaire, en reportant cependant l'horizon du retour à l'équilibre.

L'épisode de consolidation budgétaire entamé depuis 2011 peut être décomposé en deux sous-périodes, qui correspondent aussi à deux majorités fédérales différentes. Ainsi, les années 2011 à 2013 ont été marquées par une amélioration du solde budgétaire structurel de 1,1 point de pourcentage du PIB, surtout grâce à la progression des recettes. L'année 2014 se distingue par une pause dans le rythme de l'effort budgétaire, consécutive au relâchement qui s'observe traditionnellement lors des élections législatives, qui étaient cette fois concomitantes aux élections régionales et européennes. La deuxième sous-période de consolidation commence en 2015 et se caractérise par une baisse des dépenses primaires. Une partie des mesures relatives à la deuxième sous-période doivent encore être définies.

La politique budgétaire doit une nouvelle fois être appréhendée dans un contexte plus large d'objectifs macro-économiques fixés au niveau de l'ensemble de l'UE et visant une augmentation du taux d'emploi, une hausse des investissements en recherche et développement, un allègement de la pression sur l'environnement, une

GRAPHIQUE 4 DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION DU SOLDE DE FINANCEMENT STRUCTUREL DE LA BELGIQUE

(variations par rapport à l'année précédente, points de pourcentage du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Amélioration du solde de financement structurel reprise du programme de stabilité déposé par la Belgique le 30 avril 2015 auprès de la CE. Cette amélioration est conforme à l'avis rendu en mars 2015 par la section « Besoin de financement des pouvoirs publics » du CSF.

progression des indicateurs en matière d'éducation et une diminution de la pauvreté et de l'exclusion sociale. Ces objectifs ont été traduits en objectifs nationaux et s'inscrivent en parallèle avec la poursuite de la consolidation budgétaire. Au niveau belge, cette dernière va aussi de pair avec de grands défis tels que la nécessité de faire face au vieillissement de la population et celle de relancer la compétitivité. Les gouvernements fédéraux ont initié des réformes structurelles en matière de pensions afin de comprimer les coûts du vieillissement à long terme, de même qu'ils ont pris des mesures destinées à limiter le coût salarial.

3.3.2 Mesures en matière de dépenses primaires

Parmi les mesures décidées sous le gouvernement fédéral installé en décembre 2011, on relèvera un contrôle strict des dépenses de fonctionnement, un coup de frein à la croissance du budget des soins de santé, une réduction des subsides aux entreprises publiques et une limitation des incitants fiscaux pour les investissements économiseurs d'énergie. Un durcissement des conditions d'octroi et une dégressivité accrue des allocations de chômage ont également été mis en œuvre sous l'égide de ce gouvernement.

Une nouvelle vague d'économies, décidées par le gouvernement mis en place en octobre 2014, devrait affecter sensiblement le niveau des dépenses primaires du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale à partir de 2015. Il s'agit notamment de coupes linéaires dans les rémunérations, les achats de biens et de services et les investissements, mais aussi du saut d'index, qui modérera sensiblement l'évolution des allocations sociales et de la masse salariale du secteur des administrations publiques. S'ajoutent à cela d'importantes mesures d'économies sur le plan du budget des soins de santé, dont la norme de croissance réelle est plafonnée à 1,5 %, et sur celui des indemnités de maladie-invalidité, ainsi que diverses restrictions relatives aux droits aux allocations de chômage et de crédit-temps.

À l'échelon des communautés et des régions et à celui des pouvoirs locaux, diverses mesures d'économies ont également été adoptées. Elles ont principalement porté sur les dépenses primaires de toutes natures.

3.3.3 Mesures en matière de recettes

Les mesures les plus notables en faveur des recettes ont touché à la fois l'impôt des personnes physiques, les impôts sur les bénéfices des sociétés, les taxes sur les biens et les services et les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine.

L'impôt des personnes physiques a bénéficié de la fin de la réduction forfaitaire en Région flamande («jobkorting»), tandis que d'autres mesures adoptées au niveau des régions viendront encore soutenir cette catégorie de recettes à l'avenir, comme des restrictions à la déduction fiscale pour le bonus logement, principalement en Région flamande. Plusieurs mesures ont également été prises au niveau fédéral, qui ont notamment concerné les avantages en nature tels que les voitures de société et les logements que les sociétés mettent gratuitement à la disposition de leurs travailleurs. Le renforcement de la lutte contre la fraude a également profité aux rentrées fiscales et parafiscales. D'autres éléments ont toutefois tiré les prélèvements sur les revenus du travail vers le bas durant cette période, comme les réductions générales des cotisations patronales à la sécurité sociale et l'augmentation de la déduction des frais professionnels forfaitaires.

Pour ce qui est des impôts sur les bénéfices des sociétés, les effets les plus visibles ont résulté des changements apportés au système des intérêts notionnels. Une première limitation du taux considéré pour la déduction, à 3 % en général et à 3,5 % pour les PME, a été introduite en 2012. La période retenue pour le calcul du taux de référence a ensuite été fixée au troisième trimestre de l'année précédant la période

imposable, ce qui a permis de profiter de la baisse des taux survenue en 2012. Enfin, la reportabilité a été restreinte, de même que la base utilisable pour la déduction, en particulier pour les banques. En dehors des intérêts notionnels, plusieurs mesures favorables à ces rentrées ont encore été prises. Outre des mesures de lutte contre la fraude, il s'agit notamment du relèvement de la taxation sur les véhicules de société, de la taxation des plus-values réalisées par les sociétés lors de ventes d'actions, de la fairness tax et de la taxation des intercommunales. Quelques mesures devraient encore sortir leurs effets en cette fin de période, comme la transparency tax et un nouveau système en matière de bonus de liquidation, à savoir une perception anticipée sur les bénéficiaires après impôt des PME, qui sont versés dans une réserve de liquidation spéciale.

En matière d'impôts sur les biens et sur les services, les mesures les plus importantes ont visé à augmenter les accises, en particulier sur le tabac, mais également sur l'alcool et sur le diesel, ainsi que la rente nucléaire. D'autres taxes ont encore été relevées, telles celles sur les opérations de bourse et sur les assurances-vie, ou introduites, telle la taxe sur les établissements de crédit. Les décisions au niveau de la TVA, par contre, se sont mutuellement compensées. D'une part, les taux sur l'électricité et sur certains produits des tour-opérateurs ont été réduits. D'autre part, la TVA touche désormais les activités des notaires, huissiers et avocats, tandis que les taux ont été majorés pour la télévision payante et qu'une TVA sur les services électroniques et la chirurgie esthétique a été instaurée ; les recettes de TVA ont également bénéficié des hausses résultant des accises plus lourdes.

Les recettes ont également profité de plusieurs autres mesures. Ainsi, le taux du précompte mobilier sur de nombreux produits financiers a progressivement été porté de 15 à 25 %, tandis que les taxes sur les dépôts d'épargne à la charge des institutions financières ont été augmentées. Une perception avancée du prélèvement anticipatif sur les épargnes-pensions a également exercé un effet temporaire favorable sur ces recettes. D'autres mesures de nature temporaire, notamment en matière de boni de liquidation ou de régularisation fiscale, ont également eu un impact parfois substantiel.

En 2017, les recettes non fiscales et non parafiscales reviendront pratiquement à leur niveau de 2010. Entre-temps, elles auront néanmoins bénéficié des contributions supérieures des banques sous la forme, notamment, de dividendes, de paiements de garanties pour les prêts interbancaires et de contributions au fonds de résolution belge. Seules les contributions au fonds spécial de protection des dépôts seraient significativement plus importantes en 2017 qu'elles ne l'étaient en 2010.

4. Incidence des différents instruments de la politique d'assainissement

4.1 Vue d'ensemble

Les trois grandes périodes d'assainissement identifiées dans les années 1980, 1990 et 2010 se démarquent les unes des autres par la nature des instruments privilégiés pour réaliser la consolidation budgétaire.

Durant les années 1980, les pouvoirs publics ont considérablement réduit leurs dépenses primaires, qui se sont contractées de plus de 7 points de pourcentage du PIB entre 1981 et 1987. Au cours de cette même période, les recettes ont légèrement concouru au redressement, tandis que les charges d'intérêts ont continué de s'alourdir, sous l'effet de l'augmentation du taux d'endettement.

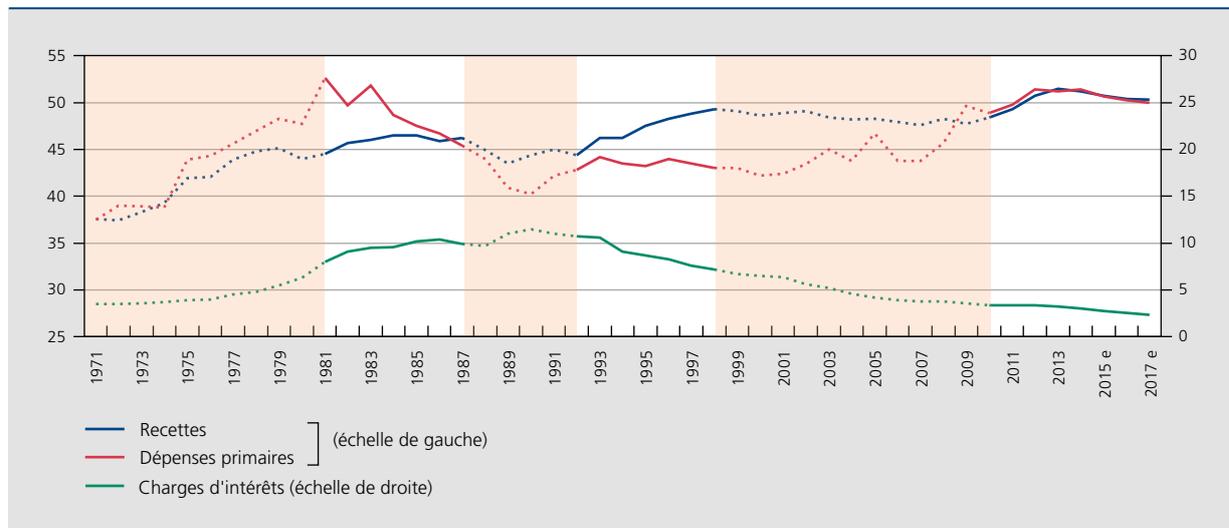
C'est pratiquement l'inverse qui s'est produit pendant les années 1990. La politique budgétaire restrictive s'est alors appuyée avant tout sur une hausse des recettes. Celles-ci ont progressé de 5 points de pourcentage du PIB entre 1992 et 1998, tandis que les dépenses primaires sont alors demeurées globalement inchangées. Dans le même temps, les charges d'intérêts se sont repliées de 3,5 points de pourcentage, grâce aux reculs combinés des taux d'intérêt et du taux d'endettement, contribuant ainsi largement à l'amélioration du solde de financement des administrations publiques durant cette période.

Les évolutions observées et prévues pour la consolidation budgétaire en cours sont moins tranchées. En effet, les recettes ont constitué l'instrument de prédilection pour assainir les finances publiques au début de la période, gagnant 3 points de pourcentage du PIB entre 2010 et 2014. Dans le même temps, les dépenses primaires ont poursuivi leur expansion. Toutefois, les mesures d'économies décidées par le gouvernement fédéral actuel devraient inverser cette double tendance, l'accent étant désormais mis sur une baisse des dépenses assortie d'une quasi-stabilisation des recettes. Les gains en termes de charges d'intérêts restent d'actualité grâce à la faiblesse des taux, mais à un rythme ralenti par le gonflement de la dette.

4.2 Recettes

Au niveau des recettes, les trois périodes de consolidation partagent quelques caractéristiques. Ainsi, les prélèvements pesant sur les revenus du travail ont chaque fois augmenté, essentiellement en début de période, mais à des degrés divers. Plus clairement encore, les impôts prélevés sur le capital et sur les revenus qu'il génère, en

GRAPHIQUE 5 RECETTES, DÉPENSES PRIMAIRES ET CHARGES D'INTÉRÊTS
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

ce compris l'impôt des sociétés, ont constitué le principal instrument mis en œuvre pour redresser les comptes des administrations publiques, et ce durant les trois épisodes de consolidation considérés. Les recettes fiscales sur les biens et sur les services, par contre, ont évolué différemment et plus modérément, s'inscrivant en baisse au début des années 1980 et en hausse – plus ou moins soutenue – au cours des deux phases suivantes. Enfin, les recettes non fiscales et non parafiscales n'ont pas contribué de manière significative aux efforts de consolidation.

4.2.1 Prélèvements sur le travail

Les prélèvements sur les revenus du travail se composent de l'impôt des personnes physiques – essentiellement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et les centimes additionnels – et des cotisations sociales versées à la fois par les travailleurs et par les employeurs.

Au début des années 1980, la hausse de ces prélèvements est allée de pair avec une baisse de la part salariale dans le PIB. La consolidation budgétaire s'est donc fondée, du moins en partie, sur des mesures profitant à ces recettes. Ces mesures n'ont pas eu pour effet d'accroître le produit de l'impôt des personnes physiques, qui a quelque peu diminué au cours de cette période, malgré l'augmentation des centimes additionnels prélevés par les pouvoirs locaux. En revanche, les cotisations sociales ont gagné 2,5 points de pourcentage du PIB entre 1981 et 1987, grâce aux mesures prises, dont la

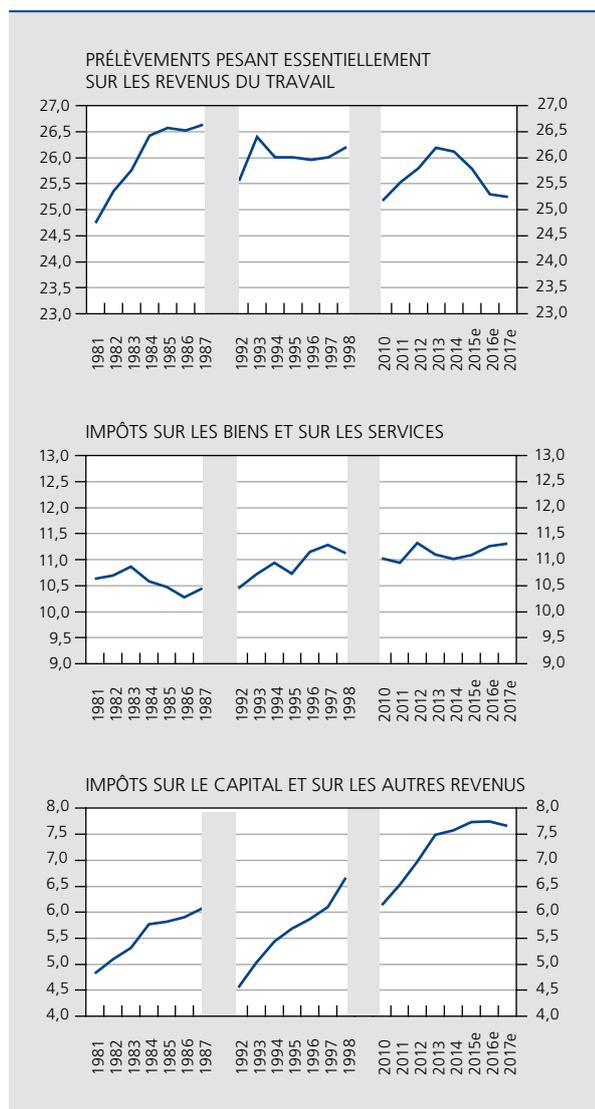
plus emblématique relève des trois sauts d'index. Ceux-ci ont généré un rebond des cotisations patronales, leur produit ayant été versé sous la forme de cotisations de modération salariale. Comme on l'a déjà indiqué, plusieurs cotisations ont également été majorées ou introduites.

Durant la deuxième période de consolidation, une hausse remarquable des prélèvements sur les revenus du travail s'est produite en 1993 ; elle a alors atteint 0,8 point de pourcentage du PIB sur un an. Nombre de mesures ont contribué à cet envol, telles la suspension de l'indexation de la plupart des barèmes fiscaux, l'instauration de la contribution complémentaire de crise et, à un degré plus faible, la limitation des déductions fiscales en matière d'épargne à long terme. Le niveau des rentrées de l'impôt des personnes physiques a ainsi pu être maintenu les années suivantes, malgré une nette détérioration de la part salariale dans le PIB. Les cotisations sociales, par contre, ont été plutôt orientées à la baisse, l'impact des réductions des cotisations patronales en vue de sauvegarder la compétitivité et de promouvoir l'emploi l'ayant emporté sur celui de l'entrée en vigueur de nouvelles cotisations dont la cotisation spéciale pour la sécurité sociale.

Au cours de la période actuelle, les prélèvements sur le travail ont à nouveau progressé entre 2011 et 2013, puis se sont brièvement stabilisés avant une décrue attendue d'ici 2017. Ces mouvements, qui touchent de manière largement synchrone l'impôt des personnes physiques et

GRAPHIQUE 6 RECETTES FISCALES ET PARAFISCALES

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

les cotisations sociales, résultent à la fois de l'évolution de la part salariale dans le PIB et de mesures déjà largement évoquées.

4.2.2 Impôts sur les biens et sur les services

Les variations au niveau des taxes sur les biens et sur les services – dont la TVA et les accises sont les principales composantes – ont été moins prononcées. En outre, elles n'ont pas contribué à la consolidation durant la période 1982-1987, tandis que leur rôle a été plus important pendant les années 1990. Sur la période de consolidation actuelle, leur apport serait légèrement positif.

Au cours de la période 1982-1987, les taxes sur les biens et sur les services ont d'abord bénéficié du plein effet des mesures d'alourdissement des taux de TVA et des accises, et plus particulièrement de la compensation de l'opération Maribel à partir de juillet 1981. L'incidence en a toutefois été contrecarrée par le recul de la consommation et des investissements en logements. Par la suite, des relèvements de taux ou des élargissements de l'assiette ont encore eu lieu, mais de manière limitée, de sorte que la contraction de la part de la demande intérieure dans le PIB a généré une baisse des taxes sur les biens et sur les services exprimées en pourcentage du PIB.

Les années 1993-1998 ont été nettement marquées par une progression du rendement des taxes sur les biens et sur les services, qui a atteint au total 0,7 point de PIB. Cette dernière est survenue en dépit d'une diminution de la part des dépenses de consommation privée et en logements. En effet, un ensemble de mesures ont été prises en matière de TVA, d'accises et d'autres taxes indirectes.

La consolidation actuelle se caractérise jusqu'ici par un rendement erratique des taxes sur les biens et sur les services, celui-ci étant néanmoins généralement orienté à la hausse. Ces évolutions sont largement liées à celle, accidentée, de la part de la base taxable dans le PIB, qui est toutefois globalement stable sur cette période. Les mesures relatives aux accises, entre autres, expliquent la légère tendance ascendante.

4.2.3 Prélèvements sur le capital et sur les autres revenus

Ce sont les prélèvements sur le capital et sur les autres revenus qui ont contribué le plus vivement et le plus régulièrement aux consolidations budgétaires pendant les trois épisodes considérés. Ils se composent des impôts sur les bénéficiaires des sociétés et d'un vaste ensemble de contributions comprenant, essentiellement, les précomptes mobilier et immobilier ainsi que les droits d'enregistrement, de succession et de donation.

Au cours de la période 1982-1987, ces impôts ont augmenté de 1,3 point de pourcentage du PIB, sous l'effet d'une hausse de leurs deux grandes composantes. Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont progressé de 0,6 point de pourcentage du PIB, grâce à la rentabilité retrouvée des entreprises et à l'incidence de diverses mesures de limitation des dépenses fiscales en fin de période. En revanche, d'autres mesures étaient plutôt de nature à amputer ce type de recettes, tels la réduction des taux de l'impôt des sociétés, de 48 à 45 % en 1982 puis à 43 % en 1987, et divers incitants fiscaux développés au début de la période, comme la législation sur les centres de

coordination. Les prélèvements sur les autres revenus et sur le capital ont grimpé de 0,7 point de pourcentage du PIB, en partie à la suite du relèvement du taux du précompte mobilier en 1984.

Durant la deuxième période de consolidation, la contribution de cette catégorie de recettes a été plus importante encore, leur part dans le PIB grimpa alors de 4,5 à 6,7 % entre 1992 et 1998. Ce net avivement tient presque intégralement aux impôts sur les bénéfices des sociétés, qui ont gonflé de 1,8 point de pourcentage du PIB. Ceux-ci ont été soutenus par l'élargissement de la part des bénéfices des entreprises dans le PIB – laquelle a en partie résulté de la baisse des cotisations patronales à la sécurité sociale –, ainsi que par de multiples mesures, parmi lesquelles l'augmentation du taux nominal d'imposition, passé de 39 à 40,17 % en 1993, en raison des 3 centimes additionnels de cotisation complémentaire de crise, et diverses dispositions visant à étendre la base imposable. Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine se sont également alourdis au cours de cette période, soit de 0,3 point de pourcentage du PIB. Cette légère hausse a essentiellement fait suite à une progression des recettes du précompte immobilier, des droits de succession et de donation et des autres droits.

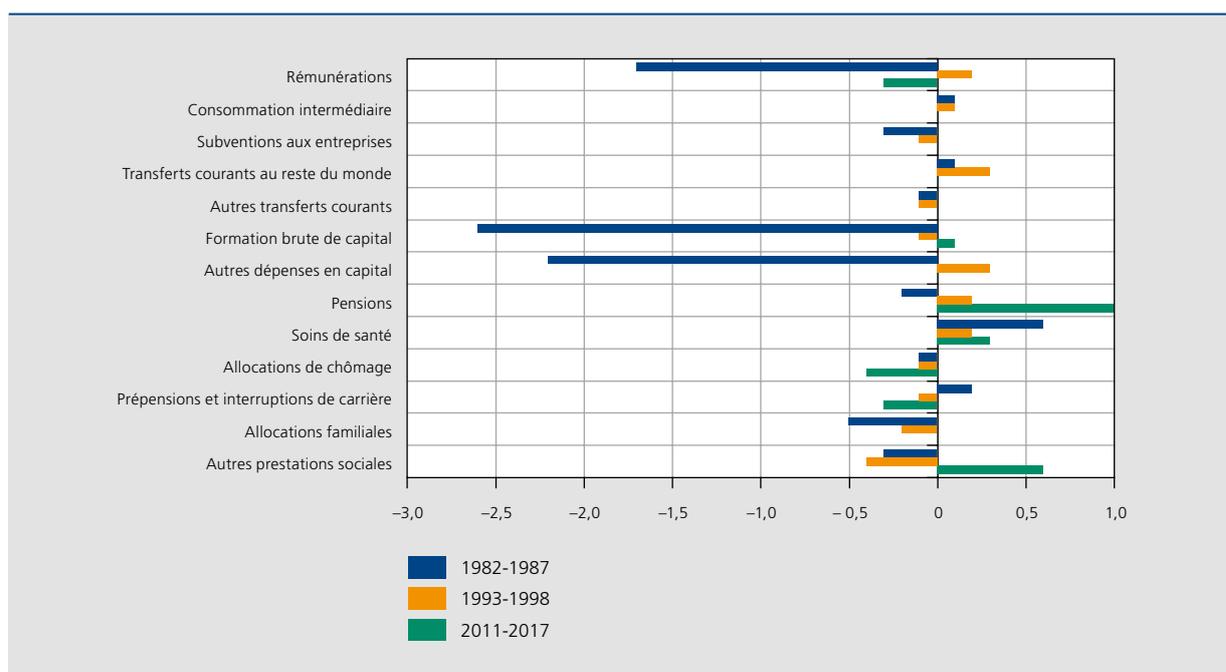
Au cours de la période actuelle, la contribution des impôts sur le capital et sur les autres revenus devrait atteindre

1,6 point de pourcentage du PIB. Cette augmentation résulterait à nouveau essentiellement des impôts sur les bénéfices des sociétés, qui passeraient de 2,5 % du PIB en 2010 à 3,6 % du PIB en 2017, en raison des restrictions apportées au système des intérêts notionnels et de l'incidence des autres mesures déjà évoquées. En outre, s'agissant du paiement de leurs impôts, les sociétés ont, depuis la crise financière, procédé à un report partiel des versements anticipés vers une perception par voie de rôle. Cette nouvelle habitude a eu un impact négatif temporaire sur les rentrées de 2009 et de 2010, les paiements par voie de rôle ayant eu lieu ultérieurement. Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ont également bénéficié de diverses mesures déjà mentionnées, qui devraient conduire à un accroissement du rendement de 0,4 point de pourcentage du PIB entre 2010 et 2017.

4.3 Dépenses primaires

L'épisode de consolidation budgétaire des années 1980 a largement concerné les dépenses primaires. Durant cette période, les rémunérations, les investissements et les autres dépenses en capital ont été sensiblement réduits. Au total, les dépenses primaires se sont repliées de plus de 7 points de pourcentage du PIB entre 1981 et 1987. Par contre, les phases d'assainissement suivantes semblent avoir moins

GRAPHIQUE 7 DÉPENSES PRIMAIRES EN PÉRIODE D'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE
(variation en points de pourcentage du PIB)



Sources: ICN, BNB.

sollicité le levier des dépenses. À tout le moins, les économies réalisées sur certains postes ont été contrebalancées par des dépenses accrues dans d'autres domaines puisque les dépenses primaires se sont stabilisées entre 1992 et 1998 et qu'elles afficheraient même une légère progression sur la période de consolidation actuelle.

La suite de cette section est consacrée aux catégories majeures que sont les prestations sociales, les rémunérations et les investissements.

4.3.1 Prestations sociales

En 2014, les prestations sociales représentaient la moitié des dépenses primaires de la Belgique, soit 25 % du PIB. C'est 4 points de pourcentage du PIB de plus qu'en 1980. Cet écart explique à lui seul la progression du total des dépenses primaires durant cette même période.

L'accroissement des dépenses de sécurité sociale est notamment imputable à la hausse des prestations versées au titre des pensions. Cette dernière s'explique par le fait que le nombre de pensionnés est soutenu par le vieillissement de plus en plus marqué de la population : la part des 65 ans et plus est ainsi passée de 14 % en 1980 à 18 % en 2014. Cependant, durant les années 1980, le montant des pensions versées s'est découplé de l'évolution de la population âgée. Cet écart est principalement lié aux sauts d'index successifs durant la première période de consolidation budgétaire. À l'inverse, un rattrapage est

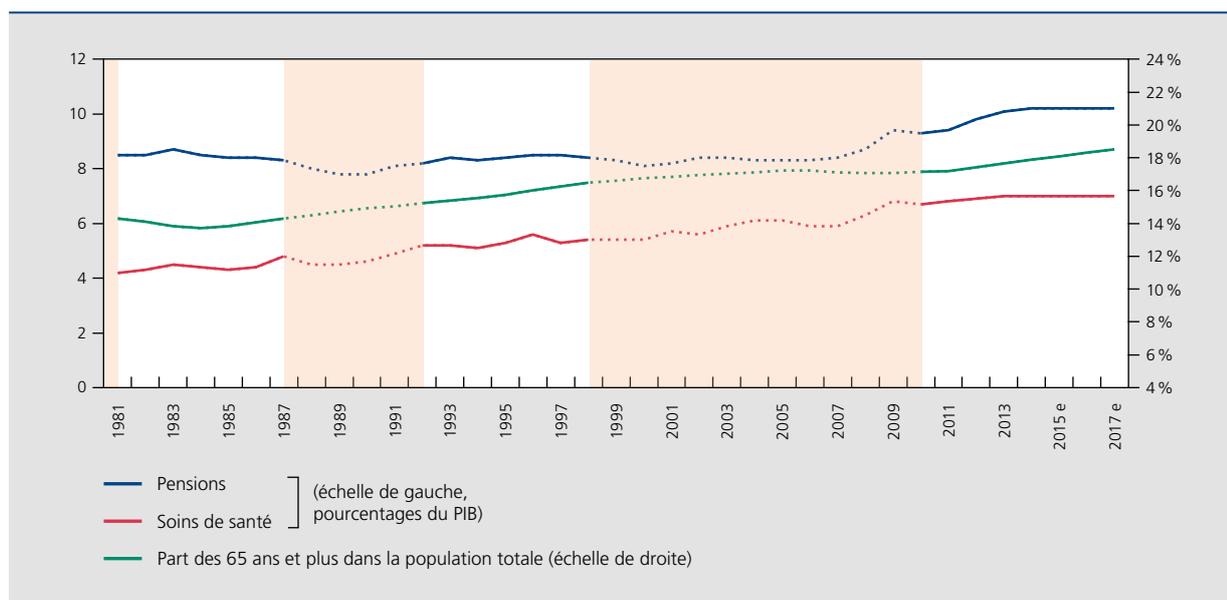
survenu durant la phase de consolidation la plus récente, grâce aux montants de l'enveloppe bien-être attribués aux pensions.

De même que d'autres facteurs, le vieillissement de la population a également exercé une influence à la hausse sur les dépenses relatives à la santé. Le budget des soins de santé serait passé de 4,1 % du PIB en 1980 à 7 % en 2017. Notons tout de même, une fois encore, l'effet modérateur du triple saut d'index et de son corollaire en termes de gel partiel des honoraires, à partir de 1984. La progression des dépenses de soins de santé semble d'ailleurs s'être produite en dehors des périodes de consolidation budgétaire.

Le poids des autres prestations sociales s'est inscrit en baisse sur l'ensemble de la période écoulée depuis 1980, et plus particulièrement au cours des épisodes d'assainissement. Le recul a été le plus notable durant le premier épisode, en raison des sauts d'index. De manière générale, les autres prestations sociales affichent une tendance descendante entrecoupée de variations cycliques plus ou moins marquées. Ces mouvements s'expliquent notamment par des facteurs démographiques et conjoncturels, en sus du rôle joué par les politiques de modération des dépenses.

La démographie a globalement allégé les allocations familiales. La baisse de la natalité a limité le nombre d'enfants au sein de la population : les moins de 20 ans

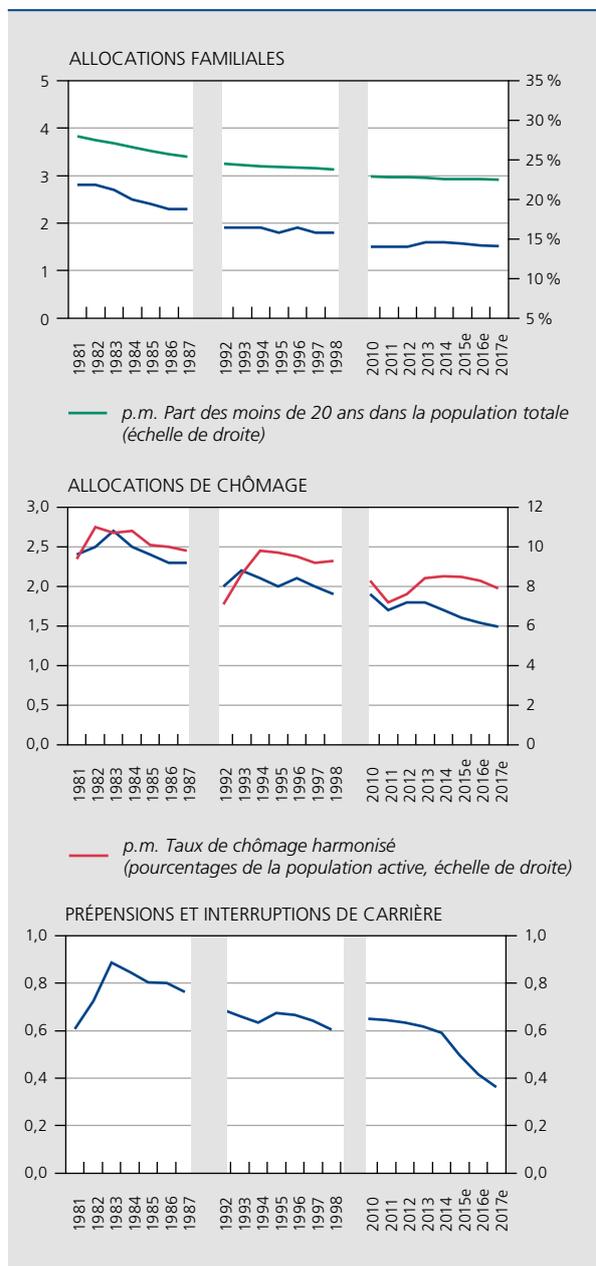
GRAPHIQUE 8 PRESTATIONS SOCIALES ET VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION



Sources : BFP, ICN, BNB.

GRAPHIQUE 9 ALLOCATIONS FAMILIALES, ALLOCATIONS DE CHÔMAGE ET ALLOCATIONS LIÉES AUX PRÉPENSIONS ET AUX INTERRUPTIONS DE CARRIÈRE

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

en constituent désormais 23 %, contre 28 % en 1980. Pendant les années 1980, les budgets destinés à ces allocations ont chuté davantage que le nombre de bénéficiaires et les budgets alloués. Ce découplage est lié aux multiples sauts d'index ainsi qu'à des mesures restrictives spécifiques adoptées à cette époque. Il s'explique aussi par une réduction de la taille des familles dans un système où le montant des allocations s'accroît avec le rang de

l'enfant. En revanche, la prolongation de l'obligation scolaire jusqu'à 18 ans décidée en 1983 a tiré les dépenses d'allocations familiales vers le haut. Au cours de la période actuelle, les allocations familiales resteraient relativement stables par rapport au PIB.

Les allocations de chômage ne représentent aujourd'hui plus qu'une petite fraction des dépenses de sécurité sociale. Leur ampleur varie sensiblement d'une année à l'autre, en fonction de la situation conjoncturelle. Sur l'ensemble de la période, on constate néanmoins une tendance descendante, induite par la diminution du taux de chômage et par des mesures restrictives affectant aussi les montants et les conditions d'octroi de ces allocations.

Les indemnités de maladie-invalidité ont, pour leur part, évolué de manière plus erratique. Après s'être replié sensiblement à la suite à la fois d'effets de structure (féminisation accrue et hausse relative des employés par rapport aux ouvriers) et de mesures restrictives, le montant des allocations versées serait revenu en 2017 à son niveau du début des années 1980, soit 1,7 % du PIB.

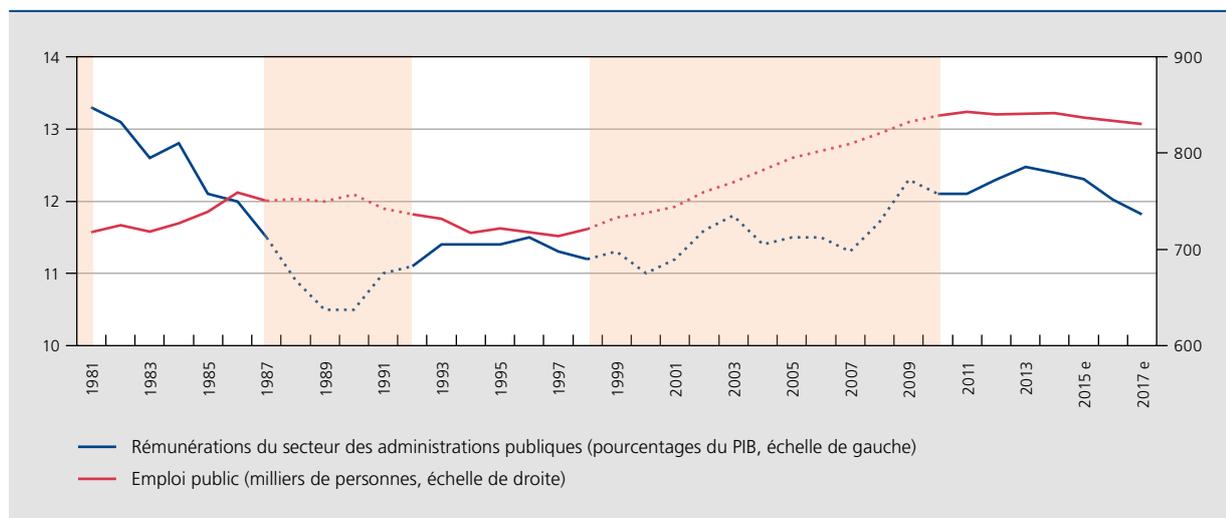
Le budget alloué aux prépensions et aux interruptions de carrière s'est également inscrit en recul durant les 30 dernières années : après avoir culminé à 0,9 % du PIB en 1983, il retomberait à 0,6 % en 2017, ce qui témoigne de la volonté de maintenir les travailleurs en emploi le plus longtemps possible et reflète les mesures restrictives adoptées en matière de prépensions depuis, surtout, les années 1990 et, tout récemment, en matière de crédits-temps. Au cours de la période 1982-1987, le poids de ces deux catégories de prestations sociales avait encore augmenté, étant donné que les interruptions de carrière ont été créées en 1985 et que les prépensions avaient, pour leur part, été stimulées au début de l'épisode, la philosophie consistant alors en une redistribution de l'emploi en faveur des jeunes.

4.3.2 Rémunérations

Les rémunérations des travailleurs du secteur des administrations publiques ont accusé un repli marqué au cours de l'épisode 1982-1987, alors qu'elles ont légèrement rebondi pendant l'épisode 1993-1998. Au fil de l'épisode actuel, elles se sont d'abord encore inscrites en légère hausse, avant d'entamer un fléchissement qui devrait se prolonger à l'horizon de 2017.

Au cours du premier épisode, les rémunérations ont baissé, en dépit d'une expansion de l'emploi public. Il faut y voir l'incidence modératrice du gel des salaires réels, suivi des trois sauts d'index. La promotion du travail à temps partiel a elle aussi pu contribuer à la recrudescence de

GRAPHIQUE 10 RÉMUNÉRATIONS ET EMPLOI DANS LE SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



Sources : ICN, BNB.

l'emploi mesuré en personnes. Pendant le deuxième épisode, les rémunérations ont été gonflées par la révision générale des barèmes initiée au début des années 1990 et dont la mise en œuvre s'est étalée sur quelques années. En revanche, l'emploi public a régressé sous l'effet de la politique budgétaire restrictive. Durant cette période, les départs à la retraite ont moins souvent été compensés par de nouveaux engagements. Le volume du travail a par ailleurs été limité par l'encouragement du travail à temps partiel. À cela vient s'ajouter, en 1994, l'abolition du service militaire obligatoire, qui a fait disparaître en peu de temps des milliers de miliciens des statistiques de l'emploi public. Sur la dernière période, un léger tassement de l'emploi public, essentiellement à l'échelon fédéral, a contribué à tempérer l'évolution des rémunérations. Cette modération devrait se renforcer en 2015 et les années suivantes, sous l'effet du saut d'index et des autres mesures d'économies décidées par les gouvernements fédéral, régionaux et communautaires et par les pouvoirs locaux.

4.3.3 Investissements publics

Rapportés au PIB, les investissements publics se sont sensiblement contractés sur l'ensemble de la période d'observation. En 2014, ils ne se montaient plus qu'à 2 % du PIB, après avoir atteint un pic de 5 % en 1980. L'essentiel de cette diminution a eu lieu durant la consolidation budgétaire des années 1980. Les investissements constituent des dépenses relativement faciles à supprimer en période d'assainissement. Depuis la fin des années 1980, le niveau des investissements fluctue entre 2 et 2,5 % du PIB, soit

un niveau très bas et qui permet difficilement de réaliser des économies supplémentaires.

4.4 Dette publique

Au cours des différentes périodes d'assainissement, des mesures ont également eu une incidence directe sur la dette publique sans pour autant affecter le solde de financement des administrations publiques. Les facteurs influant sur la dette mais non sur le solde de financement sont qualifiés d'« exogènes ».

Durant la période d'assainissement des années 1990, les pouvoirs publics ont adopté une série de mesures visant à réduire le taux d'endettement à la perspective de l'adhésion à l'union monétaire. Ainsi, les pouvoirs publics ont décidé de procéder à une série de privatisations d'entreprises publiques, pour un total de 2,6 % du PIB. Au niveau fédéral, il s'agissait notamment de la privatisation (intégrale ou partielle) de certains établissements qui avaient auparavant été des « institutions publiques de crédit » (la CGER en 1993 et en 1997, l'Institut national du crédit agricole en 1995 et en 1996 et la Société nationale de crédit à l'industrie en 1995), de la privatisation partielle de Belgacom en 1996 et de la privatisation d'une partie du portefeuille de la Société nationale d'investissement en 1994. La Région flamande a vendu des participations dans la GIMV en 1997. Cette même année, les pouvoirs locaux se sont quant à eux partiellement défaits de leur participation dans le Crédit communal. Le pouvoir fédéral a en outre décidé de détenir moins de dépôts, réduisant ainsi

la quantité d'argent à emprunter par le Trésor. Au cours de la période 1993-1998, l'encours des dépôts a diminué de 2,6 % du PIB. Par ailleurs, la Banque a réalisé en 1996 et en 1998 des plus-values substantielles à l'occasion de ventes d'or contre monnaies étrangères. Ces plus-values ont été versées à l'État, qui les a largement consacrées au remboursement de la dette en devises. Ces opérations ont allégé la dette publique de respectivement 2,5 et 1 % du PIB en 1996 et en 1998.

Durant la période d'assainissement des années 2010, les facteurs exogènes ont principalement résulté à la fois des retombées de la crise financière et de la crise de la dette souveraine en Europe. La plupart des injections de capital dans des établissements financiers avaient eu lieu en 2008 et en 2009. En 2011, l'État fédéral a racheté Dexia Banque Belgique (devenue Belfius par la suite) à Dexia pour 1,1 % du PIB⁽¹⁾. À partir de 2012, les administrations publiques ont pu récupérer une partie du capital qu'elles avaient affecté au soutien des établissements financiers au plus fort de la crise. Ainsi, KBC a remboursé au pouvoir fédéral un montant de 1 % du PIB en 2012, et à la Région flamande des montants de 0,4 % du PIB en 2013 et de 0,1 % du PIB en 2014 et les années suivantes. Le pouvoir fédéral a par ailleurs vendu en 2013 ses participations

dans BNP Paribas Fortis (0,8 % du PIB) et la majeure partie de ses participations dans Royal Park Investments (0,2 % du PIB). La crise de la dette souveraine en Europe a exercé un effet haussier sur la dette au cours de la période 2011-2014. D'une part, les aides octroyées à la Grèce par la voie de prêts bilatéraux, de même que celles accordées au trio constitué par la Grèce, l'Irlande et le Portugal par la voie de prêts au Fonds européen de stabilité financière (FESF) entre 2011 et 2014, et, d'autre part, l'apport de capital au MES depuis 2012, ont au total fait gonfler la dette de 2,8 % du PIB pendant cette période.

5. Conséquences de la politique d'assainissement

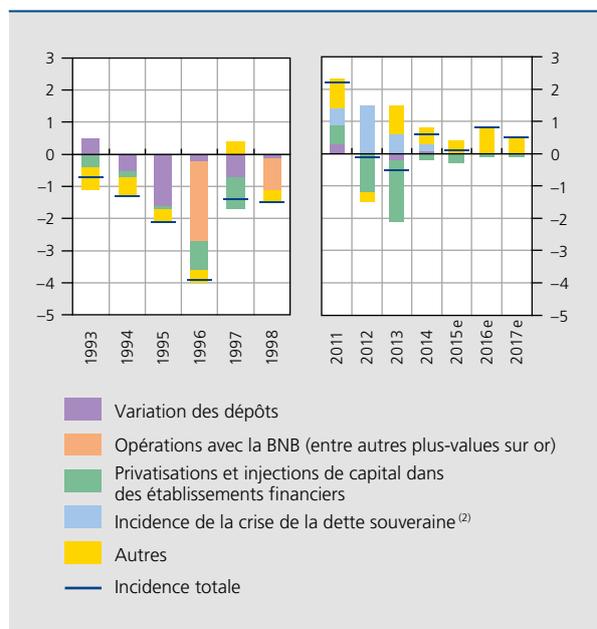
5.1 Incidence sur la dette publique

À première vue, la politique d'assainissement paraît n'avoir porté ses fruits, pour ce qui est de la diminution de la dette publique belge, que durant la période d'assainissement des années 1990. Entre 1992 et 1998, la dette est en effet revenue de 130,8 à 118,6 % du PIB, alors que, entre 1981 et 1987, en dépit d'efforts d'assainissement considérables, elle avait continué de progresser sensiblement, grimant de 87,1 à 125,5 % du PIB, et que, selon les prévisions, elle passerait de 99,5 à 106,8 % du PIB entre 2010 et 2017.

L'analyse des facteurs exogènes et endogènes livre cependant une image plus nuancée de l'évolution de la dette publique.

Dans les années 1980, la dette publique était essentiellement portée par des facteurs endogènes. L'incidence de la variation endogène est déterminée, d'une part, par la différence entre le taux implicite de la dette et la croissance nominale du PIB et, d'autre part, par le niveau du solde primaire. Durant la période considérée, le taux implicite de la dette, qui s'établissait en moyenne à 10 %, dépassait largement la croissance nominale du PIB, qui se chiffrait en moyenne à 6 %, tandis que les administrations publiques accusaient un déficit du solde primaire. En raison des charges d'intérêts élevées, la dette publique a dès lors augmenté plus rapidement – par la voie du solde budgétaire – que le PIB nominal, faisant gonfler le taux d'endettement.

GRAPHIQUE 11 INCIDENCE DES FACTEURS EXOGÈNES SUR LA DETTE PUBLIQUE⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



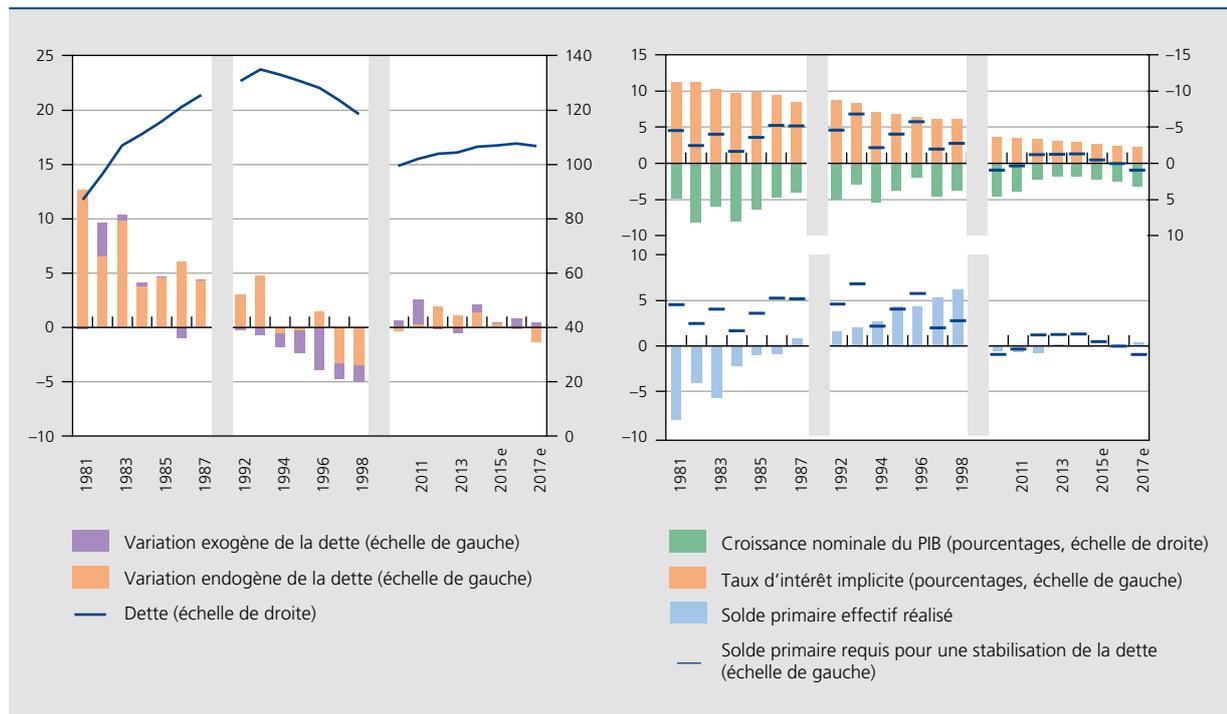
Sources : ICN, BNB.

- (1) Faute de données détaillées, la période d'assainissement des années 1980 n'est pas prise en compte.
(2) Incidence directe des prêts consentis à d'autres pays de la zone euro (prêts bilatéraux à la Grèce et prêts par l'intermédiaire du FESF) et des injections de capital dans le MES.

- (1) Dans le cadre des comptes des administrations publiques de 2014, qui ont été publiés par l'ICN le 17 avril 2015, une part de ce montant équivalant à 0,2 % du PIB a été enregistrée comme un transfert de capital ayant une incidence négative directe sur le solde de financement des administrations publiques. Par ailleurs, l'injection de capital dans la banque résiduelle Dexia en 2012, à hauteur de 0,8 % du PIB, n'a pas été incluse dans les facteurs exogènes mais a été comptabilisée comme un transfert de capital.

GRAPHIQUE 12 DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION DE LA DETTE PUBLIQUE

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

Enrayer cet effet boule de neige des charges d'intérêt – abstraction faite des facteurs exogènes – requiert un solde primaire positif. Or, ce n'est qu'au milieu des années 1990 que les administrations publiques sont parvenues à dégager des excédents primaires suffisants pour neutraliser l'effet boule de neige des charges d'intérêt et infléchir la trajectoire endogène de la dette publique, de manière à la ramener sur une voie baissière. Dans le cadre de ce processus, les administrations publiques ont été quelque peu aidées par l'orientation descendante du taux implicite de la dette publique, ce qui, compte tenu de la croissance de l'activité économique, a permis de dégager l'excédent primaire nécessaire pour stabiliser la dette. Durant cette période, les facteurs exogènes ont par ailleurs contribué à réduire le taux d'endettement.

À part à son entame, la période d'assainissement actuelle se caractérise par une progression du PIB nominal qui n'est que limitée. Par conséquent, en dépit de la faiblesse historique du taux implicite de la dette publique, un léger excédent primaire s'impose pour stabiliser le taux d'endettement. Eu égard, notamment, à l'atonie de la conjoncture, la politique d'assainissement menée s'est avérée insuffisante pour améliorer le solde primaire et le porter au niveau requis pour stabiliser le taux d'endettement. Les variations exogènes découlant de la crise

financière et de la crise de la dette publique ont induit une nouvelle hausse de ce taux. D'après les prévisions, il faudra attendre 2017 pour qu'il se stabilise, à la faveur d'un redressement de l'activité économique.

5.2 Incidence sur les écarts de rendement des emprunts publics

Depuis le début des années 1980, les rendements à long terme des emprunts publics se sont fortement contractés à travers le monde. En Belgique, ils sont revenus d'environ 12 % en 1980 à 0,4 % en avril 2015. Si cette chute peut en partie s'expliquer par l'assainissement des finances publiques belges, d'autres facteurs ont également joué un rôle important. Le premier est la « Grande modération », vocable qui fait référence à la période de stabilité macroéconomique accrue qui a duré de la fin des années 1980 à 2006 et qui s'est caractérisée par un recul de l'inflation, une croissance économique positive et relativement stable et la conviction qu'il était possible de mieux contrôler les cycles économiques. Le deuxième facteur est la constitution d'un excédent d'épargne au niveau mondial à la fin des années 1990. Enfin, après la crise financière et économique, les taux ont été entraînés à la baisse par l'instauration de mesures de politique monétaire non

conventionnelles, par l'essoufflement de la croissance potentielle et par le repli sur les valeurs refuge. Pendant la crise de la dette souveraine, qui s'est intensifiée dans le courant de 2011, les taux des emprunts publics belges se sont cependant temporairement inscrits en hausse.

L'évolution des écarts de rendement des emprunts publics à long terme des États membres de la zone euro par rapport au Bund allemand permet d'éliminer en grande partie l'incidence des facteurs mondiaux. Les indicateurs budgétaires nationaux ont toujours eu leur place dans l'analyse de ces écarts, au même titre, notamment, que la liquidité des différents marchés et que des indicateurs externes tels que la balance commerciale et le solde courant de la balance des paiements.

Au cours des périodes d'assainissement examinées dans le présent article, on a systématiquement observé un resserrement significatif de l'écart de rendement des emprunts à long terme de l'État belge par rapport au Bund allemand. Le moment où il s'est produit a toutefois varié d'une période à l'autre. Ainsi, durant la phase d'assainissement comprise entre 1982 et 1987, l'écart n'a commencé à se réduire substantiellement qu'à la fin de la période. Pendant l'épisode 1993-1998, une nette contraction des écarts de rendement avait pu être constatée dès le milieu de la période, à la faveur de la convergence des rendements des obligations d'État préalable au lancement de la troisième phase de l'Union économique et monétaire. Enfin, au cours de la période de consolidation actuelle, l'écart s'est dans un premier temps creusé sous l'influence de la crise de la dette souveraine, passant

d'environ 50 points de base au début de 2010 à un pic proche de 300 points de base à la fin de 2011. Une baisse rapide s'est ensuite matérialisée dès le début de 2012. Dès lors, l'écart de rendement s'est réduit au début de cette année, pour revenir à quelque 20 points de base. Ces constats semblent indiquer que la politique d'assainissement a contribué à comprimer les écarts de rendement.

Conclusion

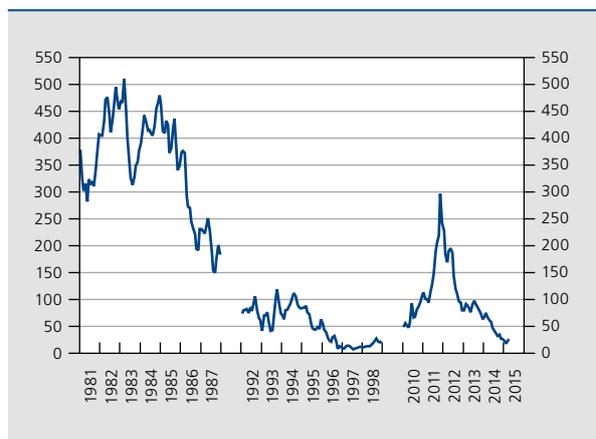
Le présent article analyse la politique d'assainissement des finances publiques belges depuis le début des années 1980. Sur la base de l'évolution du solde de financement structurel, trois périodes de consolidation y sont distinguées.

La première période, qui a démarré en 1982 pour s'achever en 1987, s'est caractérisée à son entame par une récession ainsi que par la présence de déséquilibres significatifs dans l'économie belge, parmi lesquels un important besoin de financement des administrations publiques. L'assainissement rigoureux auquel il a été procédé à l'époque reposait sur une réduction substantielle des dépenses et sur un relèvement limité des recettes. La deuxième période, qui s'est étalée de 1993 à 1998, a initialement elle aussi été marquée par une récession. La consolidation réalisée au cours de cette phase a principalement reposé sur une augmentation des recettes, mais également sur une diminution des charges d'intérêts aidée aussi par une politique de réduction du taux d'endettement. La troisième période s'est inscrite dans le sillage de la crise économique et financière et a débuté en 2011. Au départ, les recettes se sont accrues mais, à partir de 2015, l'accent a été placé sur la réduction des dépenses. Par ailleurs, les charges d'intérêts ont continué de reculer grâce à la baisse des taux.

L'analyse de la politique d'assainissement menée depuis le début des années 1980 montre que les consolidations budgétaires ont toujours été amorcées en période de basse conjoncture. De même, elles se sont toujours accompagnées de réformes structurelles. Ainsi, la compétitivité a été rétablie et l'emploi stimulé. Une grande attention a également été accordée à la soutenabilité financière de la protection sociale, notamment par l'adoption de réformes des pensions.

S'agissant de la phase de consolidation actuelle, l'important effort d'assainissement en cours demeure relativement modeste par rapport à ceux fournis lors des deux épisodes d'assainissement précédents. La consolidation budgétaire actuelle doit toutefois s'opérer dans des conditions plus difficiles, compte tenu d'une croissance

GRAPHIQUE 13 ÉCART DE RENDEMENT DES EMPRUNTS À LONG TERME DE L'ÉTAT BELGE PAR RAPPORT AU BUND ALLEMAND DURANT LES PÉRIODES D'ASSAINISSEMENT
(points de base)



Sources: FMI, Thomson Reuters Datastream.

potentielle plus faible, d'une pression fiscale et parafiscale élevée, du bas niveau des investissements publics et de la hausse des coûts liés au vieillissement. Enfin, dans le cadre de la consolidation budgétaire en cours, des mesures complémentaires doivent encore être prises pour renouer avec un équilibre budgétaire structurel.

Bibliographie

Adnet B. (2002), « La sécurité sociale au service de l'assainissement des finances publiques et de l'emploi » in de Callataÿ et al., *La fin du déficit budgétaire*, Institut belge des finances publiques.

Arcq E. (1993), « Du pacte social au plan global », *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 1420-1421.

Bisciari P., W. Melyn et L. Van Meensel (2014), « Perspectives relatives aux finances des communautés et des régions », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-25.

BNB, Rapport annuel, éditions 1981 à 2014.

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.

Coene L. et G. Langenus (2013), « Belgium: promoting fiscal discipline in a federal system » in Kopitz G., *Restoring public debt sustainability*, Oxford University Press.

CSF, Rapport annuels, section « Besoins de financement des pouvoirs publics ».

Decoster A., M. Gérard et Ch. Valenduc (2002), « Recettes publiques et politique fiscale » in de Callataÿ et al., *La fin du déficit budgétaire*, Institut belge des finances publiques.

Dehaene J.L. (2012), *Memoires*, Uitgeverij Van Halewyck.

De Ryck L. (2002), « De methodologie » in de Callataÿ et al., *La fin du déficit budgétaire*, Institut belge des finances publiques.

Descamps E. et E. Michel (2002), « Finances publiques et emploi » in de Callataÿ et al., *La fin du déficit budgétaire*, Institut belge des finances publiques.

Dury D. et L. Van Meensel (2008), « Utilité et efficacité des règles budgétaires et des institutions budgétaires indépendantes », BNB, *Revue économique*, juin, 71-87.

EC (2014), Public finances in EMU.

Festjens M.J. (1993), « De ontwikkeling van de Sociale Zekerheid tijdens de periode 1980-1990 », in Frank M. et al., *Histoire des finances publiques en Belgique, la période 1980-1990*, Institut belge des finances publiques.

Gérard M. et Ch. Valenduc (1993), « Les recettes fiscales au cours des années 80 », in Frank M. et al., *Histoire des finances publiques en Belgique, la période 1980-1990*, Institut belge des finances publiques.

Heylen F., A. Hoebeeck et T. Buyse (2013), « Government efficiency, institutions, and the effects of fiscal consolidation on public debt », *European Journal of Political Economy*, n°31, 40-59.

Nautet M. et L. Van Meensel (2011), « Impact économique de la dette publique », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-20.

Piron D. (2013), « Le cadre institutionnel de l'assainissement des finances publiques en Belgique », *Bulletin de documentation du SPF Finances*, 73^e année, n°3, 3^e trimestre, 139-180.

Reynders P. (2002), « Primaire uitgaven in de jaren negentig » in de Callataÿ et al., *La fin du déficit budgétaire*, Institut belge des finances publiques.

SPF Finances (1996), *Le nouveau programme de convergence de la Belgique*, 19 décembre.

Vanneste J. et W. Moesen (1993), « De ombuigingen in de gemeentefinanciën 1980-1990 », in Frank M. et al., *Histoire des finances publiques en Belgique, la période 1980-1990*, Institut belge des finances publiques.

Van Rompuy V. (1993), « Introduction », in Frank M. et al., *Histoire des finances publiques en Belgique, la période 1980-1990*, Institut belge des finances publiques.

Déflation au Japon, Abenomics et leçons pour la zone euro

J. Boeckx
P. Butzen
N. Cordemans
S. Ide

Introduction

Sept ans après l'émergence de la crise financière mondiale, dont la crise des subprimes et la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis ont constitué les prémices, l'économie de la zone euro ne semble pas encore s'être remise. Le redressement qui a suivi la profonde récession a été modéré, et la crise de la dette publique a même plongé la zone euro dans une deuxième récession. Sur l'ensemble de la période récente, les taux de croissance sont demeurés décevants et fort en deçà de ceux observés avant la crise, si bien que certains pensent que l'économie s'est ralentie jusqu'à un point de quasi-stagnation. En outre, les taux d'inflation enregistrés ces quelques dernières années ont été faibles, et même parfois négatifs au cours de la période la plus récente.

Cette combinaison d'une stagnation de l'activité économique et d'une faible inflation/déflation est depuis longtemps déjà le propre de l'économie japonaise. Après avoir enregistré une vive expansion macroéconomique dans les années 1980, le Japon a en effet connu l'éclatement d'une bulle des actifs financiers et immobiliers au début des années 1990, un phénomène qui a été suivi d'une longue période d'atonie persistante de la croissance. Par ailleurs, un climat de déflation s'est solidement ancré à compter de la fin des années 1990. Même si le Japon ne s'est pas enfoncé dans le scénario catastrophe d'une spirale déflationniste, contre lequel la littérature met en garde, la politique qui a été conduite n'est pas parvenue à redresser la croissance économique ni l'inflation. Depuis 2013, le gouvernement du Premier ministre Shinzo Abe

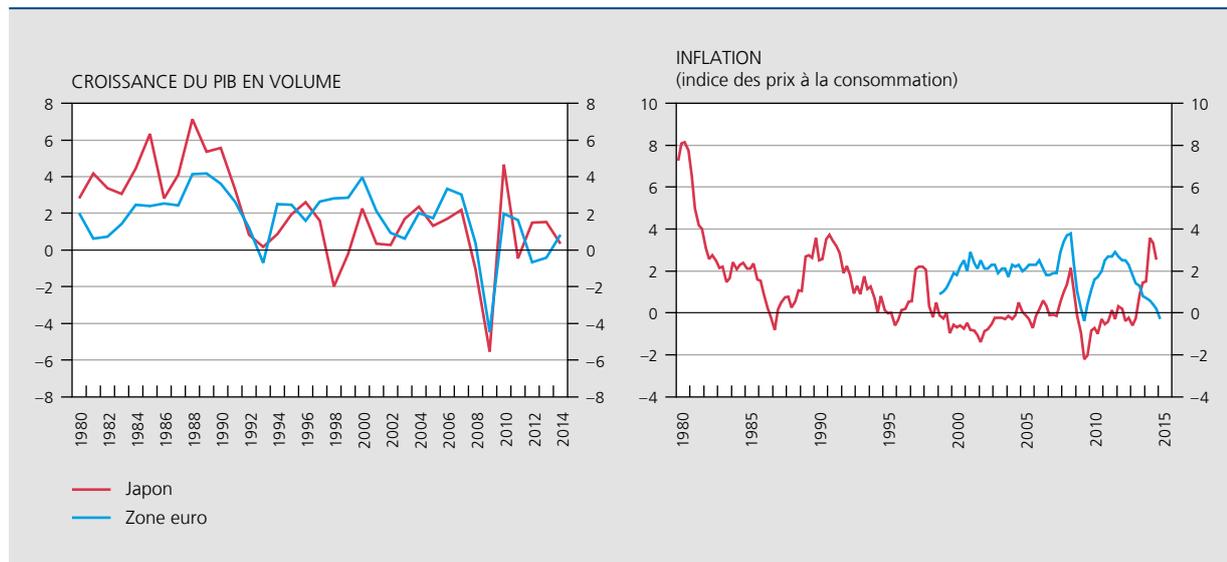
tente toutefois de mettre définitivement un terme à cette situation, en s'appuyant sur un ambitieux programme de mesures connu sous le vocable d'« Abenomics ».

Les similitudes entre la situation actuelle dans la zone euro et celle qui règne au Japon depuis deux décennies sont le point de départ du présent article. Abstraction faite des spécificités de chaque économie et des crises financières qu'elles ont chacune traversées, cet article examine les leçons de l'expérience japonaise pour la zone euro.

L'article s'ouvre sur une synthèse des développements que l'économie japonaise a connus entre 1990 et 2013, en privilégiant trois thèmes en particulier : d'abord, l'éclatement de la bulle des actifs et l'émergence d'une récession de bilan de longue durée ; ensuite, la déflation japonaise et le rôle de la politique monétaire ; enfin, le glissement de l'économie du Japon vers un nouvel « équilibre » macroéconomique caractérisé par une inflation plus faible et un retour à une croissance économique proche de son niveau potentiel. L'idée d'un nouvel « équilibre » donne à penser que le coût de la déflation a été limité. Un défaut majeur de ce nouvel « équilibre » réside toutefois dans la plus faible capacité de stimulation de la politique monétaire qu'il autorise en cas de choc. Dans le but de revenir à un équilibre assorti d'une inflation positive et d'un potentiel de croissance plus élevé, le programme dit « Abenomics » a été lancé en 2013. La seconde partie de l'article lui est spécifiquement consacrée. Le texte se clôt sur une série de leçons qui peuvent être tirées de l'expérience japonaise et s'adressent en particulier à la zone euro. Bien qu'une période de faible inflation soit potentiellement plus

GRAPHIQUE 1 CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET INFLATION AU JAPON ET DANS LA ZONE EURO

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



Sources: OCDE, CE, Thomson Reuters Datastream.

nuisible à la zone euro qu'au Japon, le large éventail des mesures adoptées depuis la crise a réduit ce risque. Il y a néanmoins lieu de veiller à ce que le dosage des politiques soit optimal, en soutenant judicieusement la demande et en fournissant parallèlement des efforts satisfaisants en matière de réformes structurelles.

1. L'économie nipponne entre 1990 et 2013

1.1 Récession de bilan et problèmes dans le secteur financier

La présente section décrit les prémices de la crise financière au début des années 1990, la récession de bilan qui s'est ensuivie et la manière dont la crise asiatique a contraint les autorités nipponnes à reconnaître pleinement les problèmes du secteur bancaire et à les traiter.

Durant la seconde moitié des années 1980, l'économie nipponne a enregistré une expansion effrénée. L'interaction – auto-entretenu – entre le climat macroéconomique très favorable, la hausse des prix des actifs et le caractère excessif des octrois de crédits a contribué à la création d'une série de déséquilibres financiers. Ces développements doivent être examinés dans le contexte d'une orientation expansionniste de la politique monétaire et d'une libéralisation progressive des marchés de capitaux

au Japon. Après la décision prise dans le cadre des accords du Plaza, en 1985, de laisser le yen japonais s'apprécier pour permettre à l'excédent de la balance courante de revenir à des proportions plus acceptables, la banque centrale japonaise avait abaissé sensiblement ses taux directeurs afin de compenser les effets négatifs d'un renchérissement de la monnaie et de dopper la demande intérieure. En outre, en raison de la libéralisation des marchés de capitaux dans les années 1980, les entreprises japonaises s'étaient davantage tournées vers les obligations d'entreprise plutôt que vers les prêts bancaires pour se financer. À la recherche de nouvelles opportunités, les banques avaient accru leur exposition au marché de l'immobilier résidentiel. Ce comportement avait renforcé la concurrence sur le marché des prêts hypothécaires, jusqu'alors largement aux mains des *jusen*⁽¹⁾. À mesure que la concurrence s'intensifiait sur le marché des crédits au logement, les *jusen* s'étaient pour leur part mises à explorer d'autres segments du marché immobilier, tels les prêts aux promoteurs et aux entreprises de construction, en prenant les biens financés en garantie.

À partir de mai 1989, la Banque du Japon a procédé à quelques relèvements de taux afin d'apaiser l'économie et, en 1990, le ministère des Finances s'est adressé au secteur financier pour lui recommander de limiter les octrois de crédits au secteur de l'immobilier. Ces deux mesures

(1) Les *jusen* étaient des filiales des banques qui avaient été créées dans les années 1970 et qui opéraient principalement dans l'octroi de crédits hypothécaires pour l'acquisition d'un logement propre.

ont contribué à la correction significative qui s'est alors opérée en bourse et sur le marché de l'immobilier.

Les récessions qui font suite à une période de forte hausse de l'endettement et à un renchérissement exceptionnel des actifs s'accompagnent le plus souvent d'importants effets financiers et réels, de même qu'elles se font ressentir plus longtemps que les récessions ordinaires. Reinhart et Rogoff (2014) attirent ainsi l'attention sur la plus vive persistance et sur l'ampleur accrue d'une récession de bilan. Le vaste défi auquel les responsables politiques sont confrontés consiste à détecter en temps réel les signes d'une récession de bilan et à y réagir de manière adéquate. D'aucuns, à l'instar de Koo (2009, 2013), expliquent qu'il a fallu un certain temps aux responsables politiques japonais pour poser le bon diagnostic et mettre au point une politique adaptée. Une approche inappropriée peut freiner la reprise et donner lieu à une longue période de faible croissance et d'inflation basse.

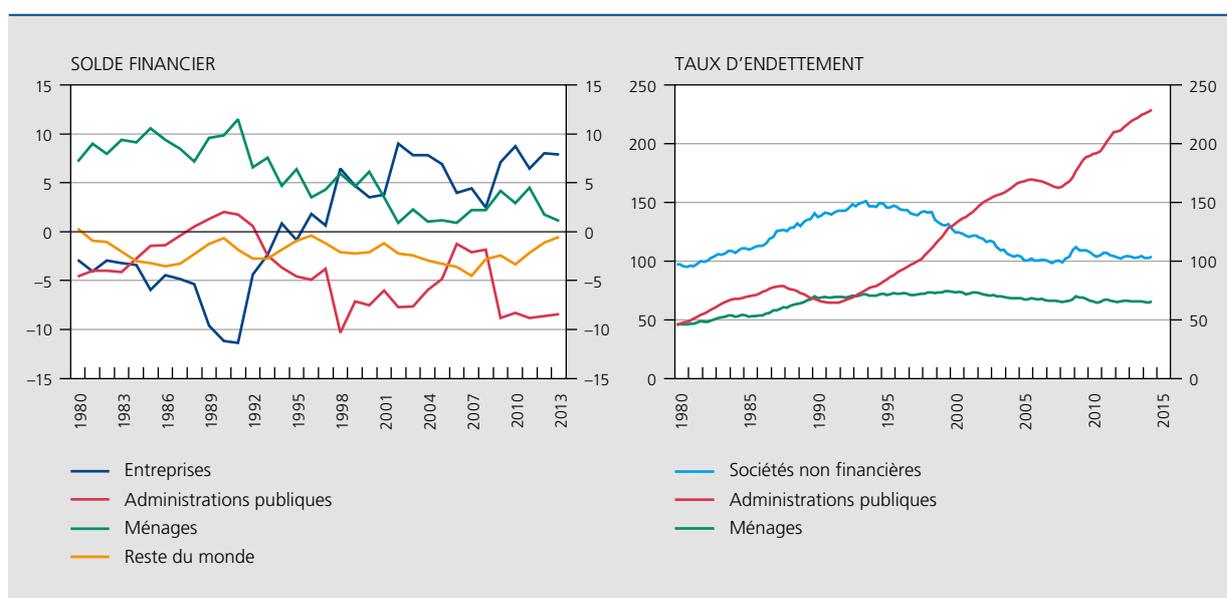
Le graphique présentant les soldes financiers au Japon montre que, dans les années 1980, les ménages affichaient un excédent qui servait dans une large mesure à financer le déficit des entreprises. Après la crise du début des années 1990, les entreprises ont toutefois elles aussi enregistré un surplus financier. Le secteur privé japonais considéré dans son ensemble est ainsi devenu un épargnant net. Abstraction faite de la position extérieure, les administrations publiques sont le seul secteur susceptible

d'absorber cette épargne excédentaire. Il apparaît par ailleurs que ce sont surtout les sociétés non financières qui avaient laissé s'envoler leur dette dans les années 1980, souvent en gageant leurs biens immobiliers. Dans une moindre mesure, le taux d'endettement des ménages a néanmoins également augmenté. Au cours de la période qui a suivi la crise, les entreprises ont privilégié leur désendettement et le redressement de leur position bilancielle plutôt que la réalisation de nouveaux investissements. Ce processus n'a pris fin qu'en 2005, l'endettement des entreprises s'étant stabilisé, mais ces dernières sont néanmoins restées des épargnants nets, constituant de ce fait de larges volants de liquidité. À l'heure actuelle, la désépargne de ce secteur reste essentielle à la poursuite du rétablissement de l'économie nippone, et il est attendu que le programme « Abenomics » (cf. partie 2) joue un rôle crucial dans l'accroissement de la rentabilité attendue (Kang, 2014). Le fait de favoriser ainsi les investissements devrait par ailleurs permettre d'alléger la pression sur les administrations publiques en tant que moteur de la croissance économique.

Lorsque l'ensemble du secteur privé réduit sa dette, la conduite d'une politique budgétaire expansionniste contribue largement à éviter qu'une récession ne se prolonge ou ne s'aggrave. En l'absence d'une politique budgétaire suffisamment stimulante, une récession peut en effet se transformer en dépression, comme cela a été le cas aux États-Unis dans les années 1930. Bien

GRAPHIQUE 2 JAPON : SOLDE FINANCIER ET TAUX D'ENDETTEMENT PAR SECTEUR

(pourcentages du PIB)



Sources : Banque du Japon, BRI, Thomson Reuters Datastream.

entendu, la soutenabilité de la dette publique représente une restriction non négligeable à cet égard. La crise de la dette dans la zone euro a une nouvelle fois douloureusement démontré que la soutenabilité pertinente est en premier lieu la soutenabilité telle que l'évaluent les marchés financiers. Cela fait maintenant 22 ans que les pouvoirs publics japonais procèdent à une relance budgétaire en faveur de l'économie. Les déficits publics sont dès lors devenus une donnée structurelle ; les dépenses publiques exprimées en pourcentages du PIB n'ont cessé de s'alourdir, alors que, depuis 1990, les revenus sont demeurés pratiquement inchangés. Après deux décennies de faible croissance, de déflation persistante et de déficits publics, le ratio de la dette publique japonaise atteint aujourd'hui environ 230 % du PIB. La section 2.2 aborde plus spécifiquement la soutenabilité de la dette publique japonaise.

Aux États-Unis, pays également touché par une récession de bilan en 2008, les pouvoirs publics ont initialement mené une politique budgétaire très stimulante pour compenser la chute de la demande du secteur privé. Par la suite, ils ont progressivement mis un terme à cette orientation budgétaire expansionniste, à mesure que le secteur privé contribuait à nouveau à la croissance économique. Cette politique a tout d'abord engendré une forte hausse de la dette publique américaine, laquelle s'est toutefois stabilisée dans le contexte de la reprise économique. Dans la zone euro, une action coordonnée au début de la crise financière a permis l'instauration de mesures budgétaires de relance par l'entremise du plan européen pour la relance économique. L'éclatement de la crise de la dette publique en Grèce et la contagion à d'autres États membres vulnérables de la zone euro, à l'origine d'une perte d'accès aux marchés de capitaux et de programmes d'assistance financière, ont néanmoins induit une consolidation rapide dans ces pays.

La croissance économique peut bénéficier de l'adoption d'incitants budgétaires, mais également d'une dynamisation de la demande extérieure. Si toutefois la crise revêt une dimension mondiale, comme cela a été le cas lors de la récente crise financière, cette possibilité est plus limitée, si ce n'est à travers une amélioration de la compétitivité. S'agissant de la politique monétaire, son efficacité est entravée par la diminution de l'élasticité de la demande de crédits aux taux d'intérêt : même lorsque les taux d'intérêt (réels) sont (très) faibles, les secteurs privés surendettés ne contractent pas de nouveaux emprunts mais continuent de privilégier leur désendettement, tâche néanmoins facilitée par le bas niveau des taux d'intérêt. Dans le cas d'une récession de bilan, c'est davantage la demande plutôt que l'offre de crédits qui fait défaut. Lorsqu'il s'agit de supprimer des contraintes qui pèsent le cas échéant

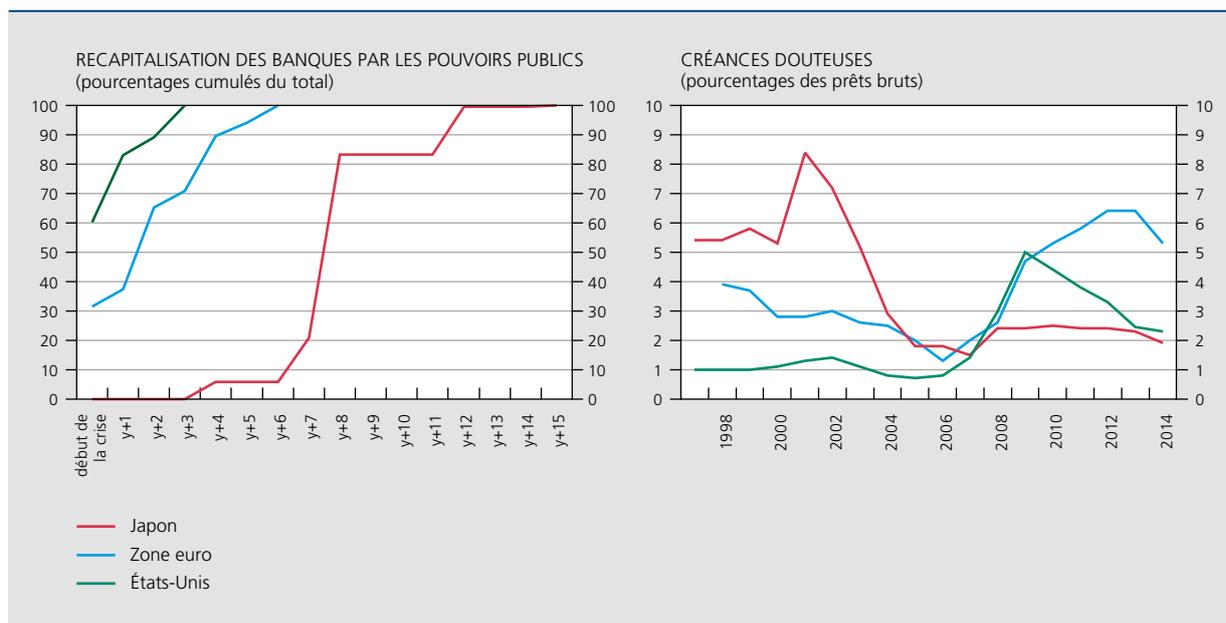
sur l'offre de crédits (bancaires), la politique monétaire est souvent apte à faire la différence en fournissant aux banques les liquidités qu'elles ne peuvent trouver ailleurs : la banque centrale endosse alors son rôle de prêteur en dernier ressort et endigue les effets de la crise financière sur les banques. Par ailleurs, une politique monétaire expansionniste est de nature à rendre plus aisé le processus de désendettement des secteurs non financiers grâce à une politique de soutien de la demande.

Lorsqu'une bulle se forme puis éclate sur les marchés de l'immobilier et des actions, il en découle toujours de graves conséquences pour le secteur bancaire. Au Japon, au cours de la première moitié des années 1990, tant l'autorité de contrôle que les banques s'étaient méprises sur l'ampleur des problèmes (Hoshi et Kashyap, 2014). La crise asiatique de 1997 a toutefois déclenché une crise bancaire systémique, contraignant finalement les banques, tout comme les pouvoirs publics, à prendre des mesures radicales. La reconnaissance des créances douteuses, le mouvement de recapitalisation par les pouvoirs publics, de même que le remaniement de la réglementation et la mise en œuvre effective de celle-ci, avec à la clé un cadre de résolution efficace, ont contribué à résoudre la crise bancaire systémique qui était apparue. Il est néanmoins incontestable que la durée des problèmes rencontrés par le secteur bancaire a porté un coup dur à l'économie réelle et qu'elle a ouvert la voie à la stagnation économique.

La période 1991-1996 a été caractérisée par la négligence (*forbearance*) et par la négation des problèmes. Nelson et Tanaka (2014) avancent trois raisons pour expliquer cela. Premièrement, l'encours des créances douteuses a été sous-évalué. Le reporting des créances douteuses auprès de l'autorité de contrôle était opéré par les banques elles-mêmes, qui se basaient sur une définition très restrictive et sur des règles d'évaluation reposant sur l'historique des pertes et des défauts de paiement. Deuxièmement, l'incidence macroéconomique de la crise financière a elle aussi été sous-estimée. Tant le secteur bancaire que l'autorité de contrôle ont supposé que l'économie se rétablirait rapidement, de sorte que l'ampleur des créances douteuses resterait contenue. Troisièmement, Nelson et Tanaka considèrent que le cadre réglementaire était inadéquat pour procéder à une recapitalisation rapide ou pour liquider les banques non solvables.

Dans un tel climat, les banques japonaises ont largement continué de renouveler l'encours des prêts aux entreprises. En témoigne le fait que l'octroi de crédits au secteur de la construction et de l'immobilier s'est encore accru jusqu'en 1998. Le report de la reconnaissance

GRAPHIQUE 3 RECAPITALISATION PUBLIQUE ET CRÉANCES DOUTEUSES



Sources: Eurostat, Banque du Japon, Trésor américain, Banque mondiale, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

des pertes à travers le renouvellement de prêts – dont la charge d’intérêts était entre-temps devenue très soutenable grâce à la souplesse de la politique de taux de la Banque du Japon – à des entreprises qui, en fin de compte, sont insolubles est souvent désigné par les termes *evergreening* et *zombie lending* (Cabellero et al., 2008). Ce processus a été renforcé par un degré élevé de *cross-shareholdings* entre les banques et de *relationship-based shareholdings* (40 % en moyenne en 2003) entre les entreprises et les banques (IMF, 2003). Dans l’ensemble, il a largement contribué à la persistance de l’atonie de la croissance économique puisque, ce faisant, le financement d’entreprises ou de projets plus rentables a eu moins de chances d’aboutir.

La crise asiatique a provoqué en 1997 une crise bancaire systémique en raison de la faillite de plusieurs établissements importants et de l’assèchement du marché interbancaire. Au cours des années qui ont suivi, les banques ont été recapitalisées par les pouvoirs publics, qui ont mis en place une politique visant à s’attaquer au problème des créances douteuses, notamment à travers une reconnaissance accrue des prêts douteux passant par un examen approfondi des actifs (*asset review*) et l’obligation de constituer des provisions pour couvrir les pertes éventuelles. Il a toutefois fallu attendre 2001 pour disposer d’une stratégie globale (Matsubayashi, 2015). Cette dernière comportait deux éléments importants : d’une part, l’obligation faite aux banques de céder leurs créances

douteuses dans un délai de trois ans ou d’en reconnaître les pertes, ou encore d’en exiger le remboursement devant les tribunaux, ce qui se soldait fréquemment par la faillite de l’emprunteur (bien souvent une entreprise) ; d’autre part, la cession des créances douteuses résiduelles à la Resolution and Collection Corporation (RCC). La RCC, qui était sous la coupe de la Deposit Insurance Corporation (détenue intégralement par l’État), était habilitée non seulement à racheter les créances douteuses, mais également à restructurer les emprunteurs, lesquels étaient bien souvent des entreprises de construction et des sociétés immobilières.

Le graphique 3 illustre la lenteur de la réaction des autorités japonaises de contrôle et de réglementation des banques, laquelle a eu une influence néfaste sur l’économie réelle. Après une recapitalisation plutôt limitée des *jusen* en 1995, il a fallu attendre 1998-1999 pour que les banques soient recapitalisées à l’aide de fonds publics. Cette opération est souvent nécessaire pour rétablir la confiance dans le secteur bancaire et permettre à celui-ci de remplir à nouveau pleinement son rôle d’intermédiation. Les créances douteuses ont atteint un pic en 2001, en raison de l’obligation de reconnaissance des pertes imposée par l’autorité de contrôle. L’obligation d’ensuite les liquider a fini par porter ses fruits et, à partir de 2004, les créances douteuses se sont stabilisées à des niveaux acceptables.

La frilosité de l'approche japonaise contraste de façon criante avec la rapidité avec laquelle les pouvoirs publics américains ont recapitalisé le secteur bancaire et procédé à la liquidation progressive des créances douteuses. Ce sont principalement les tests de résistance menés dans le cadre du SCAP (Supervisory Capital Assessment Program) au printemps de 2009 qui ont joué un rôle décisif à cet égard. Cette rapidité de réaction des pouvoirs publics a permis au secteur bancaire de reprendre assez vite son rôle d'intermédiation. Dans la zone euro, les recapitalisations menées par les États membres se sont déroulées de manière plus progressive qu'aux États-Unis, mais plus énergique qu'au Japon. La phase cruciale s'est opérée à la suite de l'évaluation complète (comprehensive assessment) des bilans des banques, qui a précédé le lancement du mécanisme de surveillance unique. Ce n'est que depuis 2013 que la part des créances douteuses diminue dans l'encours total des crédits bancaires au sein de la zone euro.

1.2 Désinflation et déflation

La surchauffe de l'économie japonaise et le vif renchérissement des actifs à la fin des années 1980 ne se sont pas accompagnés d'une nette poussée inflationniste. Cette situation a d'ailleurs conduit la Banque du Japon à maintenir une politique monétaire expansionniste un certain temps après l'émergence de la bulle et à n'entamer un

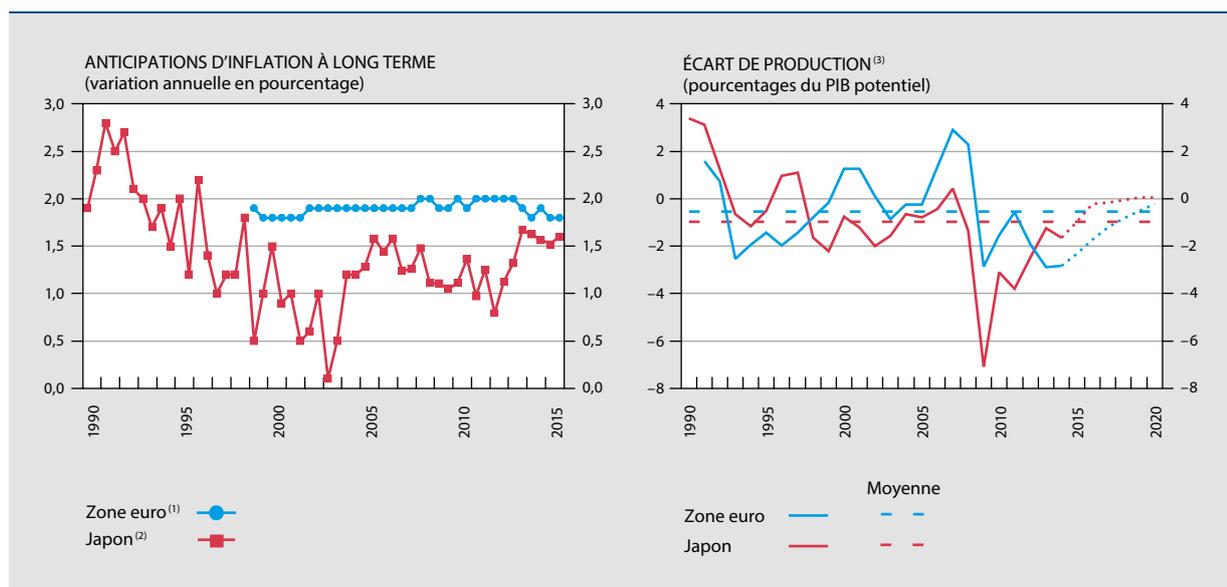
relèvement de son taux d'escompte qu'en mai 1989; il s'agissait alors de la première hausse du taux directeur en près de neuf ans.

À la suite de l'éclatement de la bulle, le Japon a traversé une période de désinflation progressive au début des années 1990. À compter du milieu de la décennie – 1995 sur la base du déflateur du PIB et 1999 sur celle de l'indice des prix à la consommation –, la désinflation s'est muée en une déflation modérée. Si on exclut l'année 2008, marquée par de fortes hausses des prix mondiaux de l'énergie et des produits alimentaires, ce n'est que depuis la fin de 2013 que l'inflation nipponne est redevenue positive.

1.2.1 Les déterminants de la faible inflation : écart de production négatif et baisse des anticipations d'inflation

Afin d'examiner les facteurs qui se cachent derrière la longue période de déflation qu'a connue le Japon, il est pertinent de se référer au cadre d'analyse théorique d'une courbe de Phillips néo-keynésienne prospective (cf. Gali, 2008). Cette spécification de la courbe de Phillips, actuellement très répandue en théorie monétaire, semble empiriquement offrir une description fiable de la dynamique des prix au niveau agrégé pour le Japon (cf. Sanchez, 2006 ou Muto, 2006). La courbe de Phillips néo-keynésienne prospective standard postule que l'inflation

GRAPHIQUE 4 LES CAUSES DE LA DÉSINFLATION ET DE LA DÉFLATION AU JAPON



Sources: Thomson Reuters Datastream, Consensus Economics, FMI, BCE.

(1) Attentes d'inflation à cinq ans issues de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

(2) Attentes d'inflation sur un horizon de six à dix ans publiées par Consensus Economics.

(3) Projections à compter de 2015.

courante (π_t) dépend des anticipations d'inflation ($E_t\pi_t$), du coût marginal réel tel qu'approximé par l'écart de production (Gap_t), ainsi que d'un certain nombre d'autres facteurs comme les chocs de prix externes (u_t):

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \alpha Gap_t + u_t$$

Cette relation repose sur l'idée que l'inflation courante est largement déterminée par le comportement de fixation des prix des entreprises, qui dépend quant à lui de l'inflation qu'elles anticipent sur la base de leurs attentes en matière de demande et de coûts futurs, ainsi que de leurs coûts marginaux actuels, dont font notamment partie les salaires. Les coûts marginaux sont pour leur part fonction de la position dans le cycle économique, elle-même reflétée par l'écart entre la production réelle et la production potentielle. Plus les anticipations d'inflation sont élevées, plus l'inflation observée est forte. De même, plus la production observée est abondante au regard de la production potentielle, plus les coûts marginaux ont tendance à s'accroître.

Les anticipations d'inflation à long terme – à savoir sur un horizon de six à dix ans – pour le Japon se sont tendanciellement repliées entre le début des années 1990 et la première moitié des années 2000. Après être retombées à un plancher absolu proche de 0% en avril 2003, elles sont partiellement remontées, pour se maintenir dans une fourchette comprise entre 0,8 et 1,7%. Comme expliqué ci-après, les raisons de la baisse tendancielle des anticipations d'inflation au Japon durant les années 1990 sont à chercher essentiellement du côté de la politique monétaire. Il est frappant de constater que, contrairement à ce qui a été observé pour le Japon, les attentes d'inflation dans la zone euro sont pour leur part demeurées extrêmement stables depuis 1999, oscillant au sein d'une fourchette étroite située entre 1,8 et 2%.

Tout comme les anticipations d'inflation, l'écart de production s'est nettement resserré au début des années 1990. Il est passé en terrain négatif vers le milieu de la décennie et y est très largement resté depuis lors. S'il ne semble pas exister de consensus sur les raisons de ces développements, deux facteurs ont principalement été mis en avant. Le premier est tout simplement que le Japon a été soumis à des chocs de demande négatifs à répétition : l'éclatement de la bulle des actifs au début des années 1990, la crise financière japonaise et la crise des devises asiatiques vers 1997, la bulle Internet aux États-Unis au début des années 2000 et la grande récession en 2008.

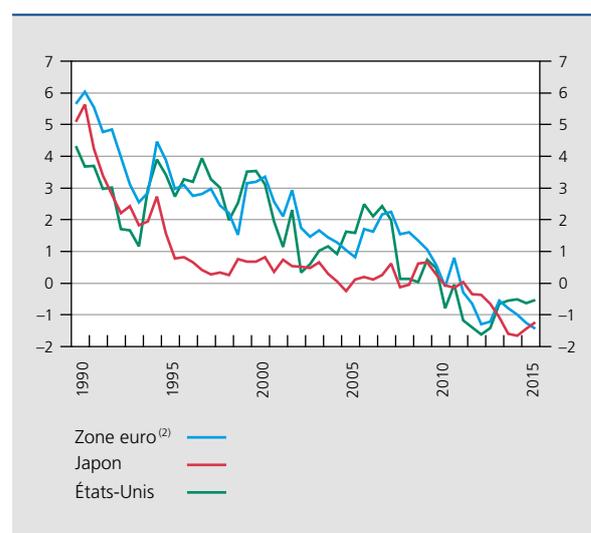
Le second facteur est quant à lui la contraction du taux réel d'équilibre qui a accompagné la diminution de la population en âge de travailler (Ikeda et Saito, 2012) et de la production potentielle (Watanabe, 2012, cité par

Nishizaki et al., 2014). Ce fléchissement du taux d'équilibre aurait empêché la banque centrale de conduire une politique monétaire suffisamment accommodante pour stabiliser la production autour de son niveau potentiel. Contrainte par la borne 0 du taux nominal, la banque centrale ne peut en effet compresser indéfiniment les taux directeurs et les conduire à un niveau suffisamment inférieur au taux réel d'équilibre pour soutenir l'activité économique. Sa capacité de stimulation est en outre d'autant plus réduite que les anticipations d'inflation et l'inflation s'inscrivent en recul (cf. supra), ce qui tire le taux réel effectif vers le haut. Un phénomène déflationniste peut dès lors potentiellement s'auto-alimenter et donner naissance à une spirale déflationniste.

À cet égard, il est frappant de constater que la Banque du Japon a eu du mal à imprimer une orientation suffisamment accommodante aux taux réels à cinq ans, généralement considérés comme des taux pertinents pour les décisions de consommation et d'investissement. Si on compare avec la stimulation monétaire orchestrée par la Banque centrale européenne ou par la Réserve fédérale américaine dans le contexte de la grande récession, la stimulation monétaire de la Banque du Japon depuis le milieu des années 1990 s'avère en réalité relativement contenue, et ce en dépit de taux nominaux s'établissant à des niveaux comparables, voire inférieurs.

Parmi les autres facteurs qui ont aussi pu contribuer à la désinflation puis à la déflation au Japon depuis le début

GRAPHIQUE 5 TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À CINQ ANS ⁽¹⁾



Sources: Thomson Reuters Datastream, Consensus Economics.

(1) Taux nominaux déflatés par les anticipations d'inflation moyennes sur la période.

(2) Données pour l'Allemagne avant 1999. Moyenne, à partir de 1999, des rendements des cinq principaux pays de la zone euro notés AAA au 30 juin 2013 (Allemagne, Autriche, Finlande, France et Pays-Bas).

des années 1990, on peut citer l'abaissement des barrières douanières, qui a accru la pression compétitive sur les marchés des biens et des services japonais (Kamada et Hirakata, 2002), les importations à bon marché en provenance des économies asiatiques émergentes comme la Chine et l'appréciation du yen vis-à-vis des autres devises, et du dollar en particulier (Ito et Mishkin, 2006).

1.2.2 Rôle de la politique monétaire

Selon la célèbre formule de Milton Friedman, « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire », et l'évolution du niveau des prix à moyen et à long termes est ainsi intimement liée à la politique monétaire qui est menée. La déflation serait dès lors essentiellement la conséquence d'une politique monétaire inadéquate. Plus spécifiquement, le recul des anticipations d'inflation qui la sous-tend peut être attribué, d'un point de vue théorique, tantôt à une réduction de la cible d'inflation de la banque centrale, tantôt à un manque de crédibilité de celle-ci (Nishizaki et al., 2014).

Dans le cas du Japon, où le ciblage de l'inflation n'a été adopté que très récemment, la baisse des anticipations d'inflation à long terme et la déflation prolongée qui y est attachée semblent être plus spécifiquement imputables à un manque de fermeté et de crédibilité de la Banque du Japon en matière de lutte contre la déflation. Ce déficit de confiance découlerait à la fois de son interprétation de la stabilité des prix, de sa stratégie de communication et de sa conduite de la politique monétaire. Le fait de se voir accorder l'indépendance à la fin des années 1990 aurait en outre contribué à une attitude relativement conservatrice.

Absence de définition de la stabilité des prix

Vers le milieu et la fin des années 1990, la Banque du Japon s'est montrée critique à l'égard des différents indices de prix disponibles et a entretenu un certain flou sur sa manière de mesurer et d'interpréter la stabilité des prix. En dépit des nombreux appels du monde politique et universitaire dans ce sens (Ito et Mishkin, 2006), elle a longtemps rejeté le ciblage de l'inflation, qui joue pourtant un rôle-clé dans l'ancrage des anticipations.

En mai 1994, le gouverneur Mieno affirmait ainsi par exemple « qu'il n'était pas approprié de se focaliser sur un indice de prix en particulier » et, en 2000, le gouverneur Hayami définissait la stabilité des prix comme « une situation ni inflationniste ni déflationniste », considérant comme inapproprié de lui attribuer une valeur numérique (Nishizaki et al., 2014). En mars 2001, la Banque du Japon a finalement annoncé qu'elle retenait l'indice des prix

à la consommation (IPC) à l'exclusion des produits alimentaires frais pour évaluer la stabilité des prix et qu'elle mènerait une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que la croissance de celui-ci « se stabilise à un niveau supérieur à zéro » (Ito, 2004). Aucune précision supplémentaire n'était toutefois apportée. En 2006, la Banque a finalement fait savoir qu'elle interpréterait dorénavant la stabilité des prix à moyen et à long termes comme une progression annuelle de l'IPC comprise entre 0 et 2 %, tout en visant le point médian de 1 %. Après avoir précisé plus clairement un objectif de 1 % en février 2012, ce n'est toutefois qu'en janvier 2013 qu'une cible de 2 % pour l'inflation globale a été décrétée.

Une communication ambiguë

Bien qu'attachée à la stabilité des prix, et à ce titre soucieuse de dissiper les craintes déflationnistes, la Banque du Japon semble avoir partiellement minimisé l'importance de la déflation, se montrant parfois ambiguë sur sa détermination à ou sur sa capacité de la combattre. Au début des années 2000, le gouverneur Hayami a ainsi rejeté l'idée que le pays se trouvait en situation de déflation. Il a par ailleurs laissé entendre que la déflation pouvait être bénigne dans la mesure où elle résultait d'innovations technologiques et de progrès en matière de distribution. Enfin, balayant les arguments en faveur du ciblage de l'inflation, il a soutenu que l'inflation n'était pas la solution aux problèmes économiques du pays (Hayami, 2000). Longtemps réticente à l'adoption de mesures de politique monétaire non conventionnelles, la Banque du Japon n'a élevé que tardivement la lutte contre la déflation au rang de priorité absolue. À cet égard, l'arrivée du gouverneur Fukui, qui a remplacé le gouverneur Hayami en 2003, semble avoir constitué un tournant (Ito, 2004).

Mesures de politique monétaire

La Banque du Japon a commencé à imprimer une orientation accommodante à sa politique monétaire dès 1991, dans un contexte où les prix des terrains avaient déjà entamé leur descente mais où l'inflation dépassait encore 3 %. De manière générale, la politique monétaire menée à la suite de l'éclatement de la bulle est toutefois jugée plutôt restrictive (Ito et Mishkin, 2006).

Le principal taux d'intérêt directeur a été abaissé de 6 à 0,15 % entre juin 1991 et février 1999, date d'adoption par la Banque du Japon d'une politique dite de taux zéro (Zero Interest Rate Policy ou ZIRP). Dès le printemps de 2000, le gouverneur Hayami avait toutefois laissé entendre que la ZIRP pourrait prendre fin. En dépit d'une inflation toujours négative et d'une farouche opposition des mondes politique et universitaire (Ito et Mishkin, 2006),

la cible, après avoir été amenée à 0, a effectivement été relevée de 25 points de base en août de la même année. En mars 2001, à la suite d'une nouvelle détérioration de l'activité économique, la Banque du Japon a toutefois fait machine arrière, revenant à sa politique de taux zéro. La question de savoir si la banque centrale aurait dû mettre en œuvre une politique de taux zéro plus rapidement n'est pas véritablement tranchée, mais il est un fait que les taux directeurs ont été réduits nettement plus rapidement dans la zone euro et aux États-Unis au cours de la récente crise.

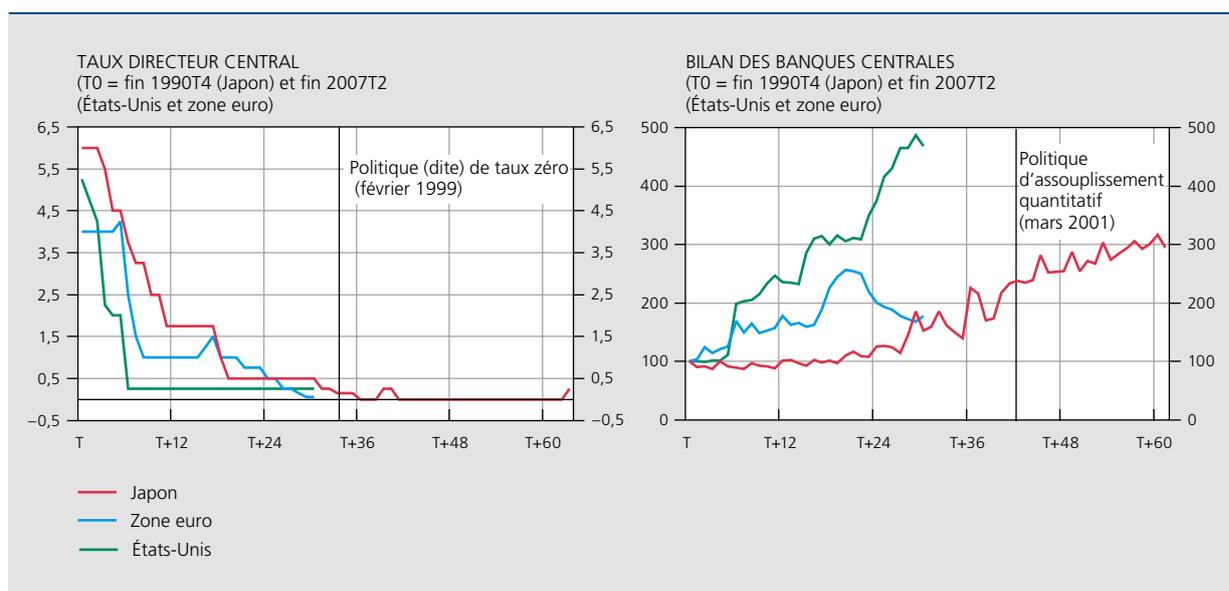
En mars 2001 toujours, alors qu'elle s'était longtemps montrée réticente à tout assouplissement monétaire additionnel (Ito et Mishkin, 2006), la Banque du Japon a par ailleurs amorcé la conduite d'une politique d'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing Policy ou QEP). Dans ce cadre, elle a fait passer sa cible de politique monétaire du taux au jour le jour au solde des comptes courant détenus auprès d'elle par les banques commerciales et a procédé à l'acquisition de titres tant publics que privés. Si la QEP a été étendue à plusieurs reprises, elle est cependant restée relativement modeste. Entre mars 2001 et mars 2006, date à laquelle la Banque du Japon a mis un terme à sa politique, le bilan de la Banque du Japon ne s'est en effet accru que de 25 % environ. Par comparaison, durant la grande récession, le bilan de la Réserve fédérale américaine a plus que triplé entre la mi-2007 et la mi-2012, tandis que celui de la Banque centrale européenne a gonflé d'environ 150 % sur la même période.

Le rôle de l'indépendance

La Banque du Japon n'est devenue indépendante et pleinement responsable de la politique monétaire qu'en avril 1998. C'est à cette date que le mandat de préserver la stabilité des prix lui a été confié, tandis que l'ancienne loi régissant ses activités lui donnait pour mission de contribuer à maximiser la croissance potentielle de l'économie (Ito, 2004). Le fait, pour la Banque du Japon, de se voir accorder l'indépendance semble avoir contribué à lui faire adopter des positions conservatrices qui ont potentiellement grevé sa crédibilité en matière de lutte contre la déflation. L'indépendance acquise tardivement par la Banque du Japon semble ainsi avoir favorisé un biais de ses membres en faveur d'une inflation trop basse plutôt que trop haute et, pour d'aucuns, elle serait arrivée au mauvais moment (Ito et Mishkin, 2006).

De manière générale, les critiques de la conduite de la politique monétaire japonaise arguent qu'une politique plus assertive et plus cohérente dès le début des années 1990 aurait dû permettre d'éviter la déflation, ou à tout le moins d'y mettre fin plus rapidement. Les défenseurs de la politique adoptée par la Banque du Japon arguent pour leur part que les mesures prises ont permis d'empêcher un déclin supplémentaire de l'activité et l'émergence d'une spirale déflationniste.

GRAPHIQUE 6 TAUX DIRECTEUR ET BILAN DES BANQUES CENTRALES



Source: Thomson Reuters Datastream.

1.2.3 Pourquoi le Japon a-t-il évité la spirale déflationniste ?

Si la déflation japonaise a été généralisée et inattendue, elle est néanmoins restée modérée, tout en s'inscrivant dans la durée. Ceci donne à penser que l'économie japonaise a structurellement évolué vers un nouvel équilibre.

Généralisée et non anticipée

La déflation japonaise a touché une large gamme de biens et de services (Nishizaki et al., 2014). Comme en témoigne le recul plus prononcé du déflateur du PIB que de l'indice des prix à la consommation, elle a principalement été domestique et n'a guère émané de chocs externes liés à l'évolution des prix des matières premières. Par ailleurs, elle n'a pas découlé de chocs de productivité positifs, qui se seraient logiquement accompagnés d'une croissance accélérée de la production. Elle provient ainsi essentiellement d'une faiblesse de la demande agrégée, ce qui la rend potentiellement maligne (Ito et Mishkin, 2006).

Un autre aspect potentiellement non dénué de conséquences sur le plan macroéconomique est son caractère inattendu. Que ce soit préalablement à son émergence, lors de son apparition vers la moitié des années 1990 ou encore au début des années 2000, les anticipations d'inflation telles que rapportées par Consensus Economics n'ont en effet jamais laissé entrevoir de période prolongée d'évolution négative du niveau des prix.

Dans la mesure où elle n'est pas attendue, une baisse du niveau général des prix accroît la charge réelle de remboursement d'une dette assortie d'un taux nominal fixe et se traduit dès lors par un transfert de pouvoir d'achat des débiteurs vers les créiteurs. Les débiteurs affichant généralement une propension à consommer supérieure à celle des créiteurs, ces transferts peuvent peser sur la demande agrégée et amplifier la tendance déflationniste. Un tel phénomène, dans le cadre duquel la déflation complique l'apurement des dettes et finit par s'auto-alimenter, a été qualifié de « déflation par la dette » (Irving Fisher, 1933). De même, il est possible d'envisager que, dans un contexte déflationniste qui affaiblit la position bilancielle des débiteurs, les banques se montrent plus prudentes dans leurs octrois de crédits. Cela sera d'autant plus le cas si elles cherchent également à se désendetter et si elles sont confrontées à une baisse du prix de leurs actifs. Émerge ainsi potentiellement un mécanisme dit d'accélérateur financier négatif dans lequel la dégradation de la position bilancielle des agents économiques détériore leurs conditions de financement. Un tel phénomène apparaît habituellement lors d'une chute du prix des actifs, mais il peut potentiellement se voir renforcé par une diminution du niveau général des prix.

Si elle a théoriquement pu jouer un certain rôle, il y a peu d'indications selon lesquelles la déflation non anticipée des biens et des services au Japon a ajouté aux difficultés macroéconomiques suscitées par l'éclatement de la bulle et contribué à la stagnation économique dans les années 1990. À tout le moins, les effets économiques d'une hausse de la valeur de la dette en termes réels au Japon sont restés sans commune mesure avec ce qui a été observé lors de la Grande Dépression des années 1930 aux États-Unis. En outre, si un phénomène d'accélérateur financier négatif semble s'être développé, ce serait surtout en raison de la baisse des prix des actifs (Fuchi et al., 2005).

Modérée

La déflation japonaise est généralement restée inférieure à 1 %. Compte tenu des chocs à répétition auxquels l'économie a été confrontée et de la capacité de stimulation plus limitée de la politique monétaire, il est légitime de s'interroger sur le caractère contenu de la baisse des prix et sur l'absence de formation d'une spirale déflationniste. Trois éléments de réponse peuvent être apportés.

Un premier élément est la flexibilité nominale de l'économie japonaise, et plus spécifiquement la flexibilité des salaires, généralement plus rigides que les prix. La flexibilité à la baisse des salaires nominaux permet aux salaires réels de s'ajuster à l'évolution des prix en période de déflation. De cette manière, les entreprises peuvent plus facilement préserver leurs marges, sans toucher à la force de travail. Dans un contexte où l'emploi est sauvegardé, le pouvoir d'achat au niveau macro se maintient plus largement, ce qui soutient la demande agrégée et contient l'écart de production négatif.

En règle générale, les salaires nominaux sont rigides à la baisse dans la plupart des pays (Kuroda et Yamamoto, 2014), ce qui s'expliquerait, entre autres, par l'effet négatif d'une réduction nominale des salaires sur le moral des travailleurs, un aspect-clé de leur productivité. Au Japon, une flexibilité assez large des salaires nominaux a toutefois été observée à compter de 1998. Celle-ci résulterait à la fois d'un repli des salaires nominaux des travailleurs réguliers et d'une hausse de la part des travailleurs non réguliers dans le total de la main-d'œuvre (Kuroda et Yamamoto, 2014). Elle aurait été facilitée par le fait qu'une part significative de la rémunération des travailleurs réguliers prend la forme de bonus, plus flexibles que les salaires (Ito et Mishkin, 2006). La flexibilité nominale des salaires a probablement contribué au maintien du taux de chômage japonais à un niveau relativement faible, toujours inférieur à 5,5 %.

Un deuxième élément est le déclin de la croissance potentielle, sur fond de recul tendanciel de la population et, surtout, de vieillissement de cette dernière, qui a fait fondre la population en âge de travailler au cours des 20 dernières années. L'amenuisement de la population en âge de travailler a naturellement comprimé la force de travail de l'économie et sa croissance potentielle. De cette manière, toutes choses étant égales par ailleurs, l'écart de production négatif est resté plus limité, allégeant la pression négative sur les prix.

Un troisième et dernier élément est la nette accélération de la consommation publique et le maintien de la consommation privée, deux développements qui ont soutenu la demande agrégée face à un ajustement des bilans. Le soutien apporté par la consommation privée peut paraître étonnant dans le contexte d'un effet de richesse négatif à la suite de l'éclatement de la bulle, mais il appert que les ménages ont plus largement opté pour une réduction de leur épargne. Le soutien apporté par les dépenses publiques a quant à lui joué un rôle essentiel pour contrer la chute sensible de l'investissement privé, qui a nettement tiré la croissance vers le bas depuis le début des années 1990. Cet élément souligne l'importance d'une bonne coordination de la politique monétaire

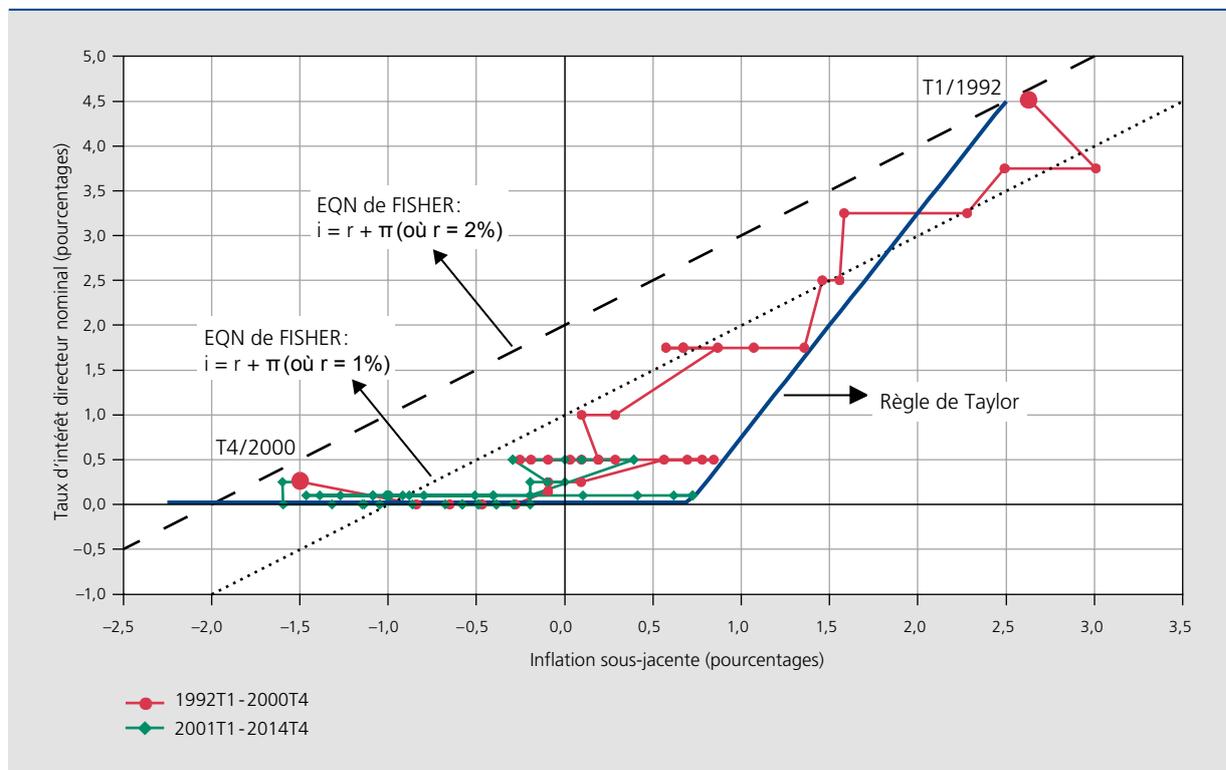
et budgétaire dans un environnement marqué par une inflation basse et une plus faible capacité de stimulation de la politique monétaire.

Persistante

La déflation japonaise s'est inscrite dans la durée puisqu'elle a marqué l'économie de l'archipel pendant plus de 15 ans. Il est ainsi possible d'arguer que le phénomène n'est pas un épisode conjoncturel temporaire mais plutôt la manifestation d'une évolution structurelle de l'économie (Nakaso, 2014).

Dans cette perspective, l'économie nipponne serait ainsi passée, entre le début des années 1990 et le début des années 2000, d'une situation d'équilibre assortie d'un niveau relativement élevé du taux d'intérêt nominal et de l'inflation à un nouvel équilibre caractérisé par un taux d'intérêt nominal proche de 0 et un régime déflationniste. Elle se serait depuis lors largement maintenue autour de ce nouvel équilibre. Le graphique 7 est basé sur l'analyse de Bullard (2010), qui montre que, à la suite de la grande récession, l'économie américaine a semblé s'orienter vers un équilibre déflationniste comparable à celui du Japon. Bullard (2010) illustre un modèle présentant deux états d'équilibre

GRAPHIQUE 7 TAUX DIRECTEUR ET INFLATION SOUS-JACENTE



Sources: Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

possibles pour une économie : un premier où l'inflation se situe à proximité de la cible de la banque centrale et un second où l'inflation est négative mais le taux nominal nul, de sorte que le taux réel est également positif.

Les équilibres se caractérisent par la rencontre entre la droite représentant la relation de Fisher – selon laquelle le taux d'intérêt nominal est constitué du taux réel et du taux d'inflation – et la courbe symbolisant la règle de Taylor – qui décrit la manière dont le taux nominal est ajusté par les autorités monétaires en réaction à une modification du niveau d'inflation. Autour de l'équilibre inflationniste, cette courbe est plus pentue que la droite de Fisher, de façon à ce qu'une adaptation du taux nominal génère une variation du taux réel. La courbe décrite par la règle de Taylor devient horizontale lorsque le taux nominal atteint la borne de 0, puisqu'il n'est alors plus possible de répondre à une baisse de l'inflation par une diminution du taux directeur.

Au point d'équilibre en haut à droite, l'inflation a atteint sa cible et, en l'absence de choc, il n'y a pas de raison de modifier le taux d'intérêt nominal ou le taux d'inflation. Si toutefois l'inflation venait à diminuer quelque peu par rapport à la cible, la banque centrale réagirait en abaissant plus que proportionnellement le taux nominal. Inversement, si l'inflation venait à dépasser la cible, la banque centrale augmenterait plus que proportionnellement le taux d'intérêt nominal. Les déséquilibres temporaires sont ainsi corrigés par une adaptation du taux réel. Ce point représente peu ou prou l'économie japonaise au premier trimestre de 1992. Avec un taux d'inflation de l'ordre de 2,5 % et une croissance potentielle de 2 %, le taux nominal tournait alors aux alentours de 4,5 %.

Au point d'équilibre situé en bas à gauche, le taux nominal a atteint son niveau plancher – c'est à dire que la banque centrale ne peut plus stimuler davantage l'économie – et l'inflation évolue en terrain négatif, largement en deçà de sa cible. Qu'elle diminue ou se redresse quelque peu à ce stade, elle restera fort éloignée de l'objectif de la banque centrale, et cette dernière maintiendra dès lors son taux directeur nominal à 0. La politique monétaire est en réalité passive. Dans la mesure où le taux réel effectif atteint son niveau d'équilibre, l'économie croît toutefois à son taux potentiel, dont le recul en comparaison avec le début des années 1990 tient aux développements en termes démographiques et de productivité. Ceci illustre la neutralité de la monnaie à long terme : sur la durée, le taux de croissance des variables réelles est indépendant de ceux de variables nominales telles que l'inflation ou le taux d'intérêt nominal.

Le passage du premier équilibre au second tend à se faire lorsque la pente de la courbe de la règle de Taylor devient

inférieure à 1. Dans ce cas, la banque centrale n'est plus capable de réagir de manière plus que proportionnelle à une baisse de l'inflation en deçà de sa cible, et il est dès lors plus probable que l'économie évoluera vers le second équilibre. La relative timidité de la politique monétaire menée par la Banque du Japon peut à cet égard être interprétée comme une réaction trop modérée aux écarts négatifs d'inflation, laquelle n'a pas permis de générer une diminution suffisamment prononcée et rapide du taux d'intérêt réel effectif.

1.3 Un nouvel équilibre : des performances macroéconomiques honorables mais un équilibre fragile

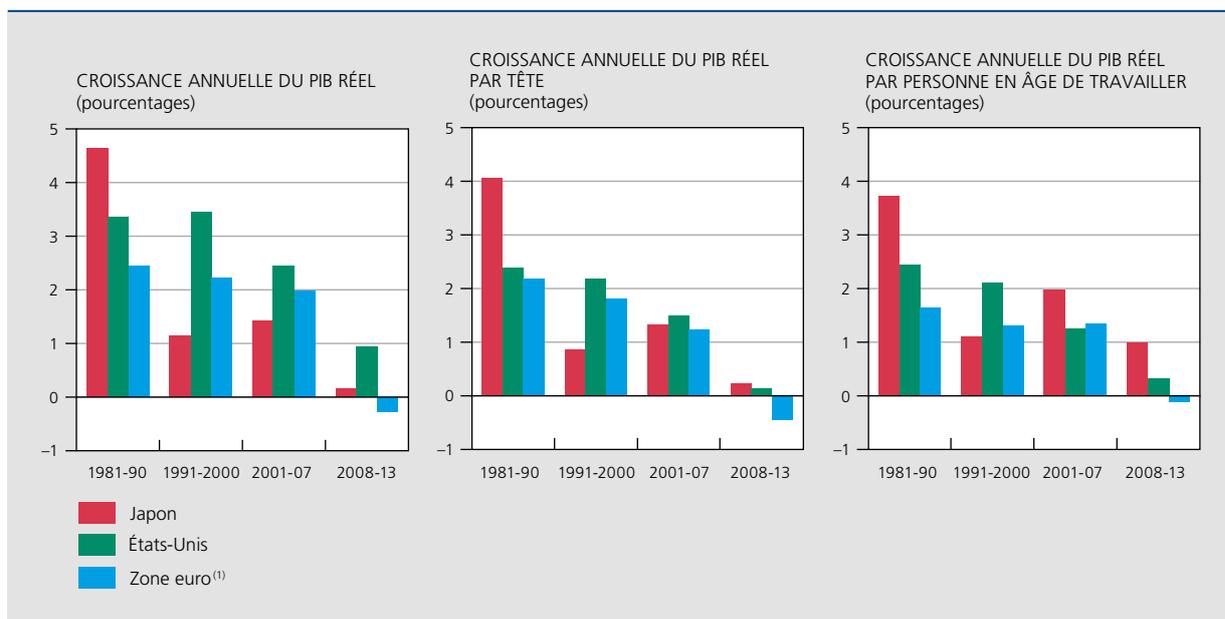
Sur la période récente, la croissance réelle de l'économie japonaise semble ainsi tourner autour de son niveau potentiel, ce qui suggère que le nouvel équilibre faiblement déflationniste qui a été atteint au début des années 2000 ne comporte pas de coût. Cette thèse soulève cependant deux questions importantes : d'une part, pourquoi, dans ce cas, est-il régulièrement fait référence aux « décennies perdues » qu'a traversées le Japon à la suite de l'éclatement de la bulle (cf. par exemple Lipton, 2014) et, d'autre part, cet équilibre est-il stable et véritablement exempt de toute forme de coût ?

Des performances macroéconomiques honorables

Le qualificatif de décennies perdues attribué à l'évolution économique du Japon au cours des 20 et quelques dernières années s'explique par le fait que l'écart de production dans l'archipel est demeuré très largement négatif depuis le début des années 1990, tandis que la croissance économique y a été inférieure à celle observée aux États-Unis ou dans la zone euro. À y regarder de plus près toutefois, à savoir lorsqu'il est tenu compte des évolutions démographiques qu'a connues le pays, le terme « perdues » s'avère en partie galvaudé.

Deux indicateurs pertinents des performances économiques des économies avancées sont en effet la croissance réelle par tête et, plus encore, la croissance réelle par personne en âge de travailler. La croissance réelle par tête donne une indication de l'évolution du niveau de vie matériel de la population, tandis que la production réelle par personne en âge de travailler renseigne sur la capacité d'une économie à exploiter efficacement son potentiel de production. Si on se fonde sur le premier indicateur, il apparaît que les performances du Japon ont été inférieures à celles des États-Unis et de la zone euro dans les années 1990, mais que tel n'a plus été le cas pendant les années 2000. Il appert en outre que le Japon s'en

GRAPHIQUE 8 CROISSANCE ANNUELLE DU PIB



Sources: OCDE, calculs propres.
 (1) Six principales économies de la zone euro : Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie et Pays-Bas.

est relativement mieux sorti depuis la grande récession amorcée en 2008. Sur la base de la croissance réelle par personne en âge de travailler, le Japon a également affiché des performances médiocres dans les années 1990 – surtout en comparaison des États-Unis –, mais il semble avoir fait nettement mieux que les deux autres économies depuis.

Il s'avère en réalité que les moins bonnes performances du Japon en termes de croissance économique réelle au cours des deux dernières décennies s'expliquent dans une large mesure par les évolutions démographiques qu'a connues le pays. Compte tenu de celles-ci, il y a lieu de relativiser quelque peu le qualificatif de « décennie perdue » attribué aux années 1990 dans l'archipel nippon, tandis que l'application d'un tel qualificatif aux années 2000 n'a pas de sens. Ces résultats sont en ligne avec l'idée susmentionnée selon laquelle l'économie aurait atteint un nouvel équilibre, caractérisé par un niveau d'inflation faible et un taux de croissance correspondant à son potentiel.

Un équilibre fragile

Du fait de la borne inférieure de 0 pour le taux directeur nominal, une situation déflationniste limite la capacité de la banque centrale à stimuler l'activité économique et à soutenir l'inflation. Dès lors, le risque, en cas de choc pour l'économie, de tomber dans une situation de stagnation séculaire, c'est à dire une situation dans laquelle

la croissance demeure nulle ou anémique en raison du caractère inopérant de la politique monétaire traditionnelle, est accru (cf. BNB, 2015, 55-57). Une croissance économique plus faible en termes nominaux traduit par ailleurs un risque plus élevé pour la soutenabilité de la dette publique (cf. infra). Dans ce contexte, s'il ne semble pas présenter de coûts directs en termes réels, l'équilibre qui caractérise l'économie japonaise depuis le début des années 2000 apparaît néanmoins fragile et potentiellement onéreux.

D'un point de vue théorique, plusieurs réponses sollicitant les politiques macroéconomique et structurelle peuvent être apportées au risque de stagnation séculaire. Premièrement, l'adoption par la banque centrale d'une cible d'inflation qui facilite l'ancrage des anticipations, limitant ainsi le risque de déflation. Pour les pays qui en disposent déjà, une possibilité réside dans le relèvement de cette cible, qui se doit toutefois de rester crédible. Deuxièmement, le recours par la banque centrale aux instruments de politique monétaire dits non conventionnels tels que l'assouplissement quantitatif et les orientations prospectives, qui permettent de peser sur les taux à plus long terme de l'économie. Troisièmement, la conduite d'une politique budgétaire expansionniste qui soutient la demande agrégée et réduit l'écart de production négatif. Enfin, quatrièmement, la mise en œuvre de réformes structurelles qui soutiennent le potentiel de croissance. Si ces dernières peuvent temporairement avoir des effets

négatifs sur la demande agrégée et/ou creuser l'écart de production négatif, elles doivent à terme renforcer la croissance observée en permettant une utilisation plus efficace des ressources de l'économie. La politique prônée depuis 2013 par le Premier ministre japonais Shinzo Abe et plus connue sous le nom d'« Abenomics » reprend précisément ces différents éléments.

2. Abenomics

En 2013, le Premier ministre japonais a lancé un programme économique baptisé « Abenomics ». Ce programme repose sur trois piliers et a pour but de mettre un terme à la période de stagnation économique et de déflation tout en s'attaquant au problème de la dette publique élevée qui continue de croître. Le premier pilier concerne la politique monétaire et constitue un changement radical du régime de politique monétaire. En janvier 2013, la Banque du Japon a instauré un objectif d'inflation quantitatif de 2 %, puis, en avril 2013 – après la nomination du gouverneur Kuroda –, une politique d'assouplissement qualitatif et quantitatif visant initialement à atteindre l'objectif d'inflation défini avant la fin de 2015.⁽¹⁾ Le deuxième pilier comprend la politique budgétaire, qui s'est vu attribuer une orientation expansionniste favorable à la croissance à court terme mais un objectif de consolidation sur le plus long terme, au motif que la soutenabilité de la dette publique est l'un des risques les plus saillants pour l'économie japonaise. Le troisième pilier recouvre les réformes structurelles visant à soutenir les investissements privés et à accroître le potentiel de croissance. Le gouvernement nippon a concrétisé ces mesures en juin 2013 sous l'appellation de « Japan Revitalization Strategy ». Une mise à jour de cette stratégie opérée en juin 2014 a ajouté un objectif de croissance moyenne de 2 % du PIB réel d'ici 2022. Ce troisième pilier représente la composante la plus cruciale d'Abenomics, dans la mesure où ni une politique monétaire accommodante, ni une politique budgétaire expansionniste ne permettraient d'imprimer durablement à l'économie une trajectoire de croissance supérieure et de garantir la soutenabilité de la dette publique.

2.1 Politique monétaire

La politique monétaire telle qu'elle est exprimée au titre du premier pilier d'Abenomics constitue une rupture importante avec la politique menée jusqu'alors. Dans le cadre de son programme d'assouplissement qualitatif et quantitatif, la Banque du Japon a annoncé son intention

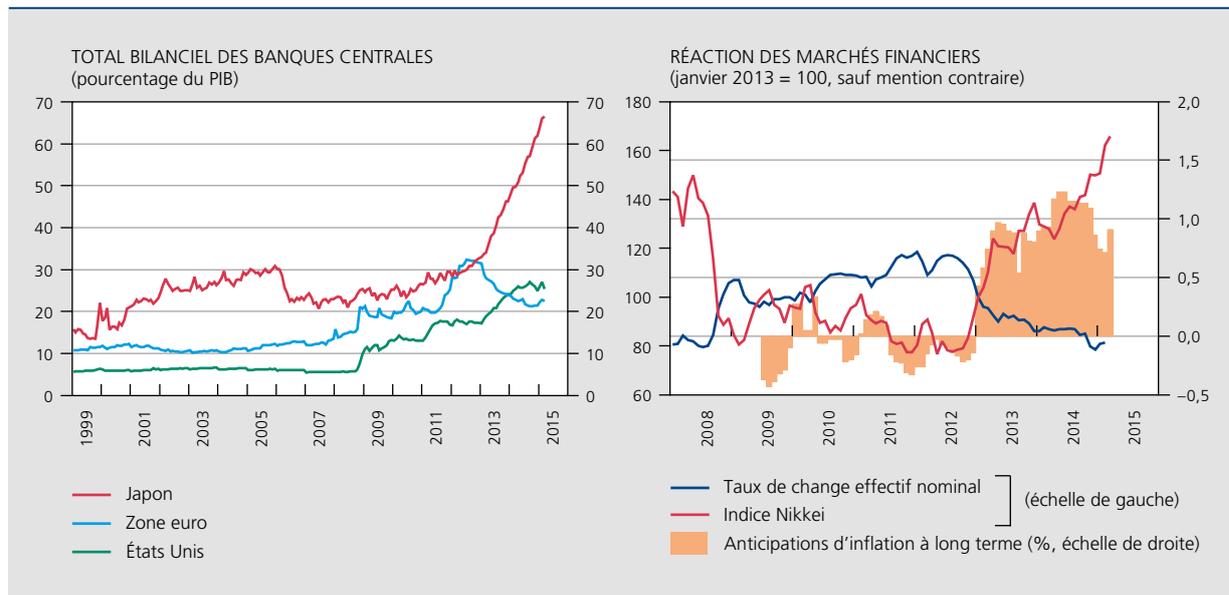
de doubler la base monétaire en l'espace de deux ans. D'un point de vue quantitatif, cet objectif impliquait une augmentation de 50 000 milliards de yens par an, laquelle a été portée à 80 000 milliards de yens par an au terme d'une nouvelle décision prise en octobre 2014. Il s'agit d'une injection massive de liquidités dans l'économie (s'élevant actuellement déjà à plus de 60 % du PIB) en comparaison de l'expansion des bilans des banques centrales opérée dans d'autres pays au cours de la crise financière mondiale.

Sur le plan qualitatif, les acquisitions d'actifs portent essentiellement sur des obligations d'État, mais également sur des actifs privés comme des effets de commerce, des obligations d'entreprise, des *exchange traded funds* (ETF) et des *real estate investment trusts* (REIT). La durée résiduelle des obligations d'État détenues a été allongée, passant d'un peu moins de trois ans à environ sept ans, ce qui a entraîné un glissement vers le bas de l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt sans risque. Un élément essentiel à la crédibilité du programme d'assouplissement qualitatif et quantitatif tient à l'engagement à durée indéterminée (*open-ended commitment*) qui a été annoncé. Il s'agit d'un engagement ferme de satisfaire à l'objectif d'inflation qui a été défini. En d'autres termes, le programme d'achats ne sera pas interrompu tant que l'objectif d'inflation n'aura pas été atteint. Ceci devrait permettre d'éviter que ne se reproduise un scénario tel que celui qui avait été observé en 2006, lorsque le programme d'assouplissement quantitatif de l'époque avait été interrompu alors que l'inflation était encore négative. Cette décision avait rendu le Japon vulnérable à une poussée déflationniste dans l'éventualité d'un nouveau choc négatif significatif de la demande, qui s'était d'ailleurs matérialisé dans le contexte de la crise financière amorcée en 2008.

Dans un premier temps, comme escompté, l'effet exercé sur les anticipations d'inflation a été haussier, générant donc une baisse des taux d'intérêt réels, également due au fait que les achats d'obligations d'État par la Banque du Japon ont pesé sur les taux nominaux. Les anticipations d'inflation se sont toutefois stabilisées à un niveau inférieur à l'objectif de 2 %, ce qui pointe un manque de crédibilité de la banque centrale. À mesure qu'il est apparu, au cours de 2014, que le Japon retomberait en récession à la suite du relèvement du taux de TVA et dans le contexte d'un reflux sensible des cours du pétrole, les anticipations d'inflation se sont également repliées. La Banque du Japon a dès lors jugé nécessaire d'insuffler un incitant supplémentaire à partir de la fin d'octobre 2014. Outre le recul des taux d'intérêt réels, la dépréciation du yen japonais a elle aussi donné lieu à un assouplissement des conditions monétaires, ce qui a été bénéfique pour

(1) Entretemps, l'échéance a toutefois été reportée au premier semestre de 2016.

GRAPHIQUE 9 LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE DU JAPON



Source: Thomson Reuters Datastream.

la compétitivité. L'assouplissement qualitatif et quantitatif a par ailleurs induit une augmentation significative des cours des actions. Dans la mesure où les perspectives de croissance n'ont pas subi de révision spectaculaire à la hausse, certains commentateurs se demandent si ce rebond est véritablement conforme aux flux de dividendes futurs attendus.

2.2 Politique budgétaire

Le deuxième pilier, celui de la politique budgétaire, combine un incitant à court terme avec une consolidation (à moyen ou) à long terme. Il a ainsi été prévu d'atteindre un équilibre primaire et de stabiliser le ratio d'endettement d'ici 2020. Une première phase sur la voie de la consolidation budgétaire consistait initialement à relever la TVA en deux étapes. La première majoration (de 5 à 8 %) a été opérée en avril 2014, mais elle a été suivie d'une récession économique. Ce constat illustre un premier défi en matière de politique budgétaire, à savoir concilier l'assainissement budgétaire prévu avec la réalisation de l'objectif de croissance réelle de 2 %. Le gouvernement a réagi à cette récession technique en décidant, à la fin de 2014, de mettre en place un incitant budgétaire supplémentaire et de reporter à plus tard la deuxième majoration de la TVA (à 10 %). Cette décision met cependant en péril l'objectif d'équilibre budgétaire pour 2020.

Le principal défi pour le programme Abenomics, et pour l'économie japonaise en général, réside en effet dans la soutenabilité de la dette publique. Si les charges d'intérêts sont demeurées relativement limitées en raison des achats massifs d'emprunts d'État par la Banque du Japon et de l'excédent d'épargne persistant dans le secteur privé, l'ampleur de la dette publique rend le Japon vulnérable à une éventuelle hausse des taux d'intérêt. Dans la mesure où Abenomics, qui postule un objectif d'inflation de 2 % et un objectif de croissance réelle de 2 %, porte ses fruits, on peut tabler sur une augmentation des taux d'intérêt nominaux et, partant, des charges d'intérêts. L'OCDE (OECD, 2015) a simulé plusieurs scénarios prévoyant la décision ou non par les autorités japonaises d'adopter des mesures d'économie supplémentaires pour compenser l'accroissement des charges d'intérêts et postulant un rebond tant de la croissance réelle que de l'inflation. D'après ces simulations, qui se fondent sur une croissance nominale de 2,75 %, si les autorités japonaises ne prennent pas de mesures de consolidation budgétaire supplémentaires, la dette publique pourrait atteindre 400 % du PIB en 2040. Les taux d'intérêt pourraient alors grimper à 7 %, sous l'effet de primes de risque plus importantes. Dans l'éventualité d'une consolidation budgétaire supplémentaire de quelque 7 % du PIB – passant par exemple par un relèvement de la TVA de 8 à 22 % – le ratio de la dette en viendrait soit à se stabiliser au niveau élevé actuel, soit à retomber à 122 % du PIB en 2040, en fonction de la croissance nominale moyenne.

Les principaux facteurs qui ont contribué à la soutenabilité de la dette publique au Japon sont la préférence nationale (*home bias*) de l'investisseur nippon et l'excédent d'épargne du secteur privé, ce qui va de pair avec l'excédent du compte des opérations courantes et a induit une position nette internationale largement positive.

Quelque 90 % de la dette publique japonaise sont détenus par les résidents. La littérature économique a toujours eu du mal à apporter une explication univoque à cette préférence nationale, qui conduit les investisseurs à accepter des rendements moindres sur les actifs nationaux – même ajustés pour le risque. Les facteurs explicatifs qui sont avancés sont l'aversion pour les risques de change et les exigences prudentielles en matière de fonds propres, les titres publics (nationaux) se voyant attribuer une pondération pour les risques faible voire nulle (Hoshi et Ito, 2014). La grande majorité de la dette publique japonaise est aux mains d'établissements financiers nationaux (banques, entreprises d'assurance et fonds de pension). Le récent fléchissement de leur part est presque intégralement compensé par le programme d'achats de la banque centrale, qui acquiert essentiellement des titres à long terme. La progression, même limitée, de la détention étrangère depuis 2007 reflète surtout l'intérêt porté aux emprunts publics à court terme (moins d'un an) dans le contexte d'un report sur les valeurs sûres et d'une convergence vers les taux japonais dans les autres économies avancées (Horioka et al., 2013).

Ces dernières décennies, le comportement d'épargne des Japonais s'est traduit par un gonflement substantiel de leur patrimoine, ce qui se reflète par ailleurs dans une position extérieure globale nette très positive, puisqu'elle atteignait 74 % du PIB en 2013. Cependant, quelques glissements ont récemment été observés dans les comportements d'épargne, qui sont susceptibles de nuire à cette position initiale favorable (dans une perspective de soutenabilité de la dette publique). Ces dernières années, ce sont surtout les entreprises qui ont contribué au surplus d'épargne du secteur privé, tandis que le taux d'épargne des ménages s'est considérablement replié, devenant même récemment négatif en pourcentage du revenu disponible des ménages. Les facteurs qui concourent à cette évolution sont le vieillissement de la population, mais également des développements conjoncturels comme la baisse des salaires réels. En outre, il est souhaitable pour la croissance économique que les entreprises réduisent le surplus d'épargne au profit d'investissements ou de salaires plus élevés. Considéré sous un autre angle, l'excédent du compte courant diminue lui aussi en raison d'une balance commerciale devenue déficitaire. Cette évolution n'est que partiellement imputable à l'accroissement des importations énergétiques qui a suivi la catastrophe

nucléaire de Fukushima. Aussi longtemps que le solde du compte courant reste positif, l'acheteur « marginal » de la dette publique nouvellement émise est potentiellement un résident et, compte tenu de la préférence nationale précitée, la probabilité qu'il en soit un dans les faits est grande. Toutefois, un nouveau recul de ce solde pourrait mettre à mal cette situation.

2.3 Politique structurelle

Le troisième pilier du programme Abenomics, qui en est aussi le plus important, est la mise en œuvre de réformes structurelles. On attend de la politique de relance de la demande constituée des deux premiers piliers (les mesures de natures monétaire et budgétaire) qu'elle puisse donner l'impulsion nécessaire pour sortir l'économie japonaise de l'équilibre déflationniste dans lequel elle se trouve depuis plus d'une décennie déjà (cf. section 1.3). Cependant, la possibilité ou non pour l'économie japonaise d'afficher durablement une croissance plus soutenue (à moyen ou à long terme) dépendra de la mise en œuvre effective de réformes structurelles et de l'incidence positive de celles-ci sur la croissance potentielle. Les réformes structurelles peuvent également générer un effet positif à court terme, la perspective d'une productivité et de revenus plus élevés à l'avenir étant susceptible de conduire à des investissements supplémentaires et à de nouvelles dépenses de la part des ménages (BCE, 2015).

La politique structurelle, baptisée Revitalization Strategy, cible différents domaines : les soins de santé, l'agriculture, les traités commerciaux, la gouvernance d'entreprise, le marché du travail, la sécurité sociale et les pensions, la réforme fiscale, le secteur énergétique et la réforme du système électoral. Les principaux défis que doit relever la Revitalization Strategy sont la baisse de l'offre effective de main-d'œuvre, la poursuite de l'intégration du Japon dans l'économie mondiale et l'accroissement de la productivité.

2.3.1 Freiner la baisse de l'offre effective de main-d'œuvre

Au Japon, la population en âge de travailler décline depuis la moitié des années 1990. Cette tendance devrait se poursuivre dans les prochaines décennies, et ce à un rythme plus soutenu que celui du recul de la population totale – en raison du vieillissement croissant –, entraînant une forte hausse du taux de dépendance. La population totale reviendra de 127 millions de personnes à l'heure actuelle à moins de 100 millions à l'horizon de 2050, tandis que la population en âge de travailler retombera de quelque 78 millions de personnes aujourd'hui à 50,5 millions en 2050.

Ce repli peut être partiellement freiné par un accroissement du taux d'activité de la population active féminine. Si les taux d'activité de la population active masculine et féminine, qui s'établissent aujourd'hui à respectivement 85 et 66 %, restent au niveau de 2014, la population active reviendra à 38 millions de personnes en 2050, contre 59 millions à l'heure actuelle. Compte tenu du taux d'activité déjà élevé des hommes, la limitation de la baisse de la population active doit essentiellement passer par une progression du taux d'activité des femmes. Dans la mesure où le taux d'activité des femmes augmenterait de 1 point de pourcentage par an pour atteindre le niveau actuel des hommes, la population active ne descendrait pas en deçà de 43 millions de personnes.

La faible participation des femmes au marché du travail s'explique dans une large mesure par le fait qu'au Japon, moins de la moitié d'entre elles reviennent sur le marché du travail après la naissance d'un enfant. La Revitalization Strategy prévoit dès lors une hausse du nombre de places d'accueil pour les enfants. En outre, les études montrent souvent une recrudescence du taux de natalité lorsque la garde d'enfants est étendue. Par ailleurs, une révision de l'impôt des personnes physiques, qui prévoit aujourd'hui que la présence d'un conjoint inactif dans le ménage donne droit à un important abattement, pourrait contribuer à soutenir l'activation des femmes japonaises.

L'assouplissement des règles d'immigration peut également concourir à soutenir le niveau de la population active. Entre 2001 et 2011, la part des étrangers dans la population japonaise n'est passée que de 1,4 à 1,6 %, alors que des enquêtes menées auprès des entreprises pointent déjà un déficit de main-d'œuvre. La Revitalization Strategy n'énonce toutefois pas de critères quantitatifs en matière d'immigration. Enfin, le relèvement du taux d'emploi des travailleurs âgés peut lui aussi apporter une contribution substantielle. De nombreuses entreprises imposent actuellement un âge obligatoire de départ à la retraite de 60 ans, notamment parce que les barèmes salariaux sont établis en fonction de l'âge.

2.3.2 Intégrer le Japon dans l'économie mondiale

Alors que, dans les années 1980, le Japon se trouvait à la frontière technologique globale, ce qui lui procurait un avantage concurrentiel, tel n'est plus le cas aujourd'hui. Des indicateurs mesurant la compétitivité au sens large, tel l'*international competitiveness indicator* de l'International Institute for Management Development (IMD), montrent que le Japon a dégringolé de la première place, qu'il avait occupée de 1989 à 1993, à la 27^e place (sur 59 pays) en 2012. Ces deux dernières décennies, la part du Japon dans le commerce mondial – mesurée sur la

base des exportations – est par ailleurs retombée de 10 à 4 %. En outre, le Japon a aussi enregistré une nette détérioration de ses termes de l'échange, les prix des exportations japonaises étant mis sous pression du fait de la concurrence des pays asiatiques émergents.

La Revitalization Strategy a pour objectif de réaliser 70 % des échanges commerciaux totaux avec des pays avec lesquels un accord commercial a été signé (les « accords de partenariat économique »). À l'heure actuelle, les 14 accords conclus couvrent environ 25 % du total des échanges commerciaux du Japon. L'archipel tente dans ce contexte de mettre en place le Partenariat transpacifique et de passer des accords supplémentaires avec d'importants partenaires commerciaux, tels les États-Unis, la Chine et l'Union européenne. C'est surtout le secteur des services qui dispose encore d'une vaste marge pour s'ouvrir à l'international et ainsi produire un effet positif sur la productivité de ce secteur. Un autre élément de taille est que, pour la première fois, la protection dont bénéficie le secteur agricole sera enfin progressivement réduite.

La poursuite de la libéralisation du commerce devrait également attirer des investissements directs étrangers. Bien que des entreprises japonaises soient présentes dans le monde entier, l'encours national d'investissements directs étrangers est l'un des plus faibles parmi les économies développées (moins de 4 % du PIB, contre une moyenne de 35 % dans l'OCDE). Dans le cadre de la Revitalization Strategy, le montant total devrait doubler d'ici 2020. D'après les entreprises étrangères, les principaux obstacles aux investissements étrangers au Japon sont le faible niveau des fusions et acquisitions, le taux élevé de l'impôt des sociétés, le manque de clarté du cadre réglementaire, le haut degré de protection de l'emploi et les règles entravant l'immigration de main-d'œuvre étrangère (European Business Council in Japan, 2014).

2.3.3 Accroître la productivité

Au-delà de l'accroissement de la productivité par la poursuite de l'ouverture de l'économie japonaise à la concurrence internationale, la Revitalization Strategy vise à agir sur la productivité en améliorant le cadre de gouvernance des entreprises, l'objectif étant de l'aligner sur les normes de l'OCDE. La réduction des participations croisées et la présence encouragée/requise d'allochtones dans les organes de direction ou d'administration peuvent notamment y contribuer.

Démentant l'adage selon lequel « All Japanese are middle-class », les inégalités ont fortement augmenté ces 30 dernières années dans l'archipel (Aoyagi et al., 2015). Le marché du travail japonais se caractérise en effet par un degré

croissant de dualisme entre les travailleurs ayant un contrat « régulier » (*regular*) et ceux ayant un contrat « non régulier » (*non-regular*). La part de ce dernier groupe est passée de 20 % en 1980 à 35 % en 2013. Ce sont principalement les femmes et les personnes plus âgées qui trouvent de l'emploi dans ce circuit. En plus de la différence salariale substantielle (de l'ordre d'un tiers à la moitié du salaire), ces emplois pâtissent d'une plus faible sécurité d'emploi, d'une moins bonne protection sociale et de moins de formations, ce qui nuit à leur productivité.

3. Leçons pour la zone euro

Dans cette dernière partie, nous tirons un certain nombre de leçons de l'expérience japonaise des 25 dernières années, qui s'adressent en particulier à la zone euro. Trois grands enseignements s'imposent : prévenir les crises plutôt que les guérir, préserver d'emblée un bon ancrage des anticipations d'inflation et réagir de manière prompte et coordonnée par une politique de la demande et de l'offre. La réalité japonaise démontre par ailleurs que les coûts de la déflation dépendent des caractéristiques d'une économie, et plus spécifiquement de sa flexibilité nominale.

Prévenir les crises plutôt que les guérir

Près de sept ans après le début de la grande récession aux États-Unis et dans la zone euro, il ne fait guère de doute que les récessions qui accompagnent les crises financières s'inscrivent dans la durée et qu'elles sont sévères. Le Japon des années 1990 en offre une autre illustration. Les travaux de recherche montrent par ailleurs que ces épisodes ne sont pas isolés : Taylor (2015) a présenté un grand nombre de travaux sur le sujet et est parvenu à la conclusion que les récessions qui succèdent à des crises financières sont plus longues et plus profondes que celles qui sont associées à d'autres chocs.

Ceci souligne l'importance de prévenir la survenance d'une crise financière. Bien que cette leçon semble aujourd'hui évidente, il appert pourtant que les dirigeants n'ont pas suffisamment tiré les enseignements de l'expérience japonaise, qui démontre les conséquences dommageables de l'éclatement d'une bulle financière.

C'est dans cette optique qu'au cours des dernières années, a démarré le renforcement des cadres institutionnels européen et belge. Un accent plus marqué a été placé sur la dimension macroprudentielle de la supervision, de manière à veiller non seulement à la santé des institutions financières individuelles, mais également à la dimension systémique de la stabilité financière. La conduite de la

politique macroprudentielle a en outre été confiée à de nouvelles institutions : au niveau européen, le Comité européen des risques systémiques a été mis en place et la BCE s'est vu décerner un rôle accru dans le cadre du mécanisme de surveillance unique qu'elle dirige, tandis que, à l'échelon national, la politique macroprudentielle est désormais du ressort de la BNB. Cette plus grande attention portée au système financier dans son ensemble doit contribuer à prévenir les crises financières et à limiter les coûts qui y sont attachés.

L'expérience japonaise nous enseigne par ailleurs que l'émergence d'une crise financière, si elle n'a pu être évitée, nécessite d'assainir rapidement le secteur financier, de manière à lui permettre de remplir pleinement son rôle d'intermédiation financière. Au Japon, le manque d'empressement des autorités pour résoudre les problèmes des banques a plus que probablement tiré la crise en longueur. Dans la zone euro, la recapitalisation des banques a été plus rapide, et l'assainissement du secteur bancaire a traversé une étape cruciale à la fin de 2014. La publication des résultats de l'examen approfondi des bilans des principales banques de la zone euro en octobre 2014 a en effet été déterminante pour renforcer la recapitalisation du secteur.

Préserver un bon ancrage des anticipations d'inflation

L'expérience japonaise en matière de déflation nous apprend que cette dernière est difficile à combattre une fois inscrite dans l'ADN de l'économie. La Banque du Japon n'a véritablement adopté une cible explicite en matière d'inflation qu'en janvier 2013, et sa communication a régulièrement jeté le doute sur sa détermination à, voire sur sa capacité de, garantir la stabilité des prix. Enfin, elle s'est longtemps montrée réticente à prendre des mesures offrant un assouplissement additionnel de sa politique monétaire. Tous ces éléments ne sont pas de nature à préserver un bon ancrage des anticipations d'inflation, un élément pourtant crucial dans la perspective d'influencer le taux d'intérêt réel et d'ajuster l'orientation de la politique monétaire.

Cette situation contraste avec celle de la zone euro, où l'Eurosystème s'est vu confier un mandat centré sur la stabilité des prix, que le Conseil des gouverneurs a assorti d'une définition précise de cette dernière – une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme. Cette cible est un point de référence et contribue dès lors au bon ancrage des anticipations d'inflation. Au cours de la récente crise, l'Eurosystème a en outre constamment rappelé sa responsabilité et son objectif de préserver

la stabilité des prix à moyen terme. Si l'Eurosystème a abaissé plus rapidement ses taux directeurs que ne l'a fait la Banque du Japon en son temps, il n'a toutefois pas été aussi prompt que la Réserve fédérale américaine dans ses décisions.

En matière de politique monétaire non conventionnelle, l'Eurosystème s'est montré plus enclin à utiliser son bilan dans le cadre de la grande récession que la Banque du Japon ne l'avait été à l'époque. Aux premiers stades de la crise – au cours de la crise bancaire et de la première phase de la crise de la dette publique –, l'Eurosystème s'est servi de son bilan pour assurer une bonne transmission de la politique monétaire. Les banques ont par exemple pu obtenir autant de liquidités qu'elles le souhaitaient, pour autant qu'elles disposaient de garanties adéquates. Le bilan a dès lors essentiellement évolué en fonction de la demande de refinancements émanant des contreparties de l'Eurosystème. Depuis la fin de 2014, et plus particulièrement depuis mars 2015, dans le contexte d'un relâchement des tensions financières et d'une baisse de l'inflation et des anticipations d'inflation, et compte tenu du plancher absolu auquel sont tombés les taux directeurs, le bilan a toutefois été utilisé de manière plus proactive, pour ajuster l'orientation de la politique monétaire. Depuis mars 2015, des obligations publiques, des obligations adossées à des actifs (*asset-backed securities* – ABS) et des obligations sécurisées sont en effet achetées chaque mois sur les marchés pour un montant de 60 milliards d'euros. Ces acquisitions devraient se poursuivre jusqu'en septembre 2016 et, à tout le moins, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'inflation conforme à son objectif. Ceci souligne la détermination de l'Eurosystème à tout mettre en œuvre afin d'atteindre son objectif.

L'expérience du Japon tend à suggérer que l'absence de réaction rapide et résolue nécessite par la suite l'adoption de mesures extrêmes pour remettre les anticipations d'inflation sur les rails. En témoigne l'expansion du bilan de la Banque du Japon, qui a atteint près de 70 % du PIB au cours de la période récente. Le cas des États-Unis, où des mesures de politique monétaire fortes ont rapidement été prises – avant que ne puisse être constaté un désancrage des anticipations d'inflation – mais où les achats d'actifs ont été stoppés et où les taux pourraient augmenter dans un futur proche, illustre également l'importance d'agir vite et vigoureusement. La politique actuelle de la BCE semble à ce titre relever à la fois du curatif et du préventif : les anticipations d'inflation à long terme se sont légèrement infléchies, mais dans des proportions sans commune mesure avec ce qui a été observé au Japon.

Le coût de la déflation dépend des caractéristiques de l'économie

Bien qu'il ait été entraîné dans une longue période de déflation, le Japon n'a pas subi de spirale déflationniste. Le taux de chômage du pays est par ailleurs resté modeste, à tout le moins en comparaison avec les niveaux européens, et ses performances en termes de PIB par tête sont depuis les années 2000 similaires, voire supérieures, à celles de la zone euro ou des États-Unis. Ces faits tendent à suggérer qu'une période de faible inflation ou de déflation ne s'accompagne pas nécessairement de coûts élevés en termes réels (cf. aussi Borio et al., 2015), soit un constat conforme à l'idée selon laquelle les variables monétaires (comme la masse monétaire ou le taux d'intérêt nominal) sont neutres sur le long terme et les variables réelles déterminées par des facteurs réels (tels que les préférences des agents économiques, la productivité totale des facteurs ou encore la croissance de la population).

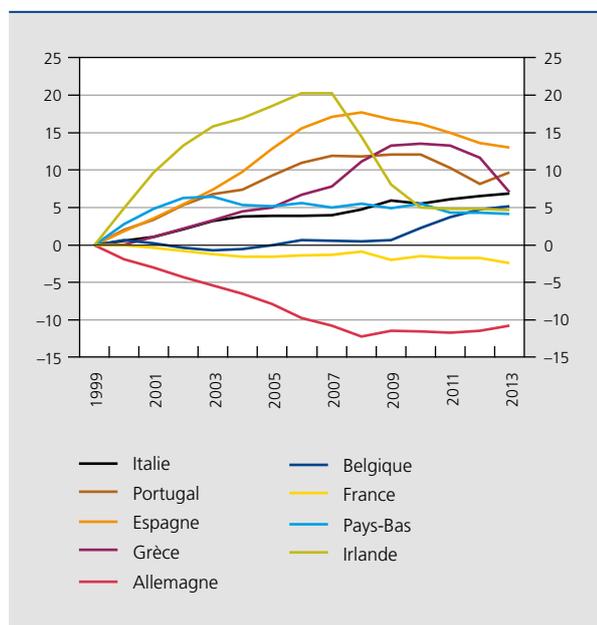
Si la neutralité prévaudrait à long terme, le consensus actuel est toutefois que, sur un horizon plus court, les variables monétaires ont bel et bien des effets réels. Ceci s'explique par le fait qu'un grand nombre de prix au sein de l'économie (prix des produits et des services, mais également du travail ou de la dette) sont fixés en termes nominaux pour une période relativement longue. De cette manière, les chocs qui affectent le niveau général des prix peuvent conduire à des variations non souhaitées (car inefficaces) des prix relatifs des produits et des services individuels, du travail, ou encore de la dette nominale.

L'impact effectif de ces chocs dépend dès lors de la flexibilité des variables nominales au sein de l'économie : plus les prix et les salaires nominaux sont flexibles, plus la marge de variation des taux nominaux permettant de réagir à des chocs sera large et moins l'impact d'une variation du niveau général des prix sur les variables réelles sera important (BNB, 2015, 67-69). Cette constatation est cruciale pour évaluer les conséquences potentielles d'une période de désinflation non anticipée.

En matière de salaires nominaux, le cadre institutionnel de la formation des salaires au Japon semble offrir une plus grande flexibilité que celui de la zone euro (Du Caju et al., 2008). Il apparaît en effet qu'une assez grande flexibilité des salaires à la baisse a été constatée au Japon à compter de 1998, tandis que les salaires dans la zone euro semblent être restés relativement rigides à la baisse, en dépit de l'environnement de faible inflation qui prévaut actuellement (IMF, 2014). Ce constat s'applique plus particulièrement à des pays fortement touchés par la crise, comme l'Espagne, même si certains, telle l'Irlande, s'en sortent mieux. Dans le même ordre d'idées, une étude de la BCE montre qu'au

GRAPHIQUE 10 DÉFLATEUR DU PIB

(différence cumulée par rapport à la moyenne de la zone euro depuis 1999)



Source: Thomson Reuters Datastream.

cours de la grande récession, les entreprises de la zone euro sont restées réticentes aux diminutions de salaires, privilégiant plutôt une réduction de la force de travail (Fabiani et al., 2015). Émerge ainsi en filigrane le constat que les coûts réels de la désinflation ou de la déflation – notamment en termes de hausse du niveau de chômage – seraient plus prononcés dans la zone euro qu’au Japon.

La rigidité nominale des salaires à la baisse comporte en outre une autre dimension dans la zone euro. Si on en croit l’évolution des prix relatifs, nombre de pays ont vu leur compétitivité se détériorer rapidement et dans des proportions parfois considérables avant la crise. Dans le contexte d’une union monétaire, ces économies doivent maintenant procéder à un ajustement à la baisse de leurs prix et salaires relatifs en termes nominaux pour renverser la vapeur. Elles sont cependant limitées par les rigidités nominales à la baisse de ces variables. Dans la mesure où l’inflation dans les autres pays reste faible elle aussi, les adaptations risquent d’être particulièrement lentes. Le rétablissement rapide de la compétitivité dans les pays qui ont vu leurs prix et salaires relatifs s’accroître excessivement avant la crise serait ainsi d’autant plus favorisé que les autres pays affichent un niveau d’inflation élevé, tout en maintenant l’inflation moyenne dans la zone euro autour de 2 %. Un niveau d’inflation positif et proche de la cible de la BCE doit ainsi favoriser le bon fonctionnement de l’Union économique et monétaire tout en aidant à

corriger les déséquilibres. Il doit par ailleurs contribuer à la maîtrise de l’endettement. À ce titre, il convient de noter que le niveau substantiel de la dette externe de plusieurs pays de la zone euro implique également qu’une période de basse inflation aurait plus d’impact en termes réels dans la zone euro qu’au Japon, dont la position internationale nette est créditrice. Ceci est d’autant plus vrai que ce sont généralement les pays les plus endettés qui ont le plus besoin d’un ajustement à la baisse de leurs prix et salaires relatifs. Témoignant des ajustements en cours, un lien assez étroit apparaît pendant la période récente entre la position nette internationale d’investissement et l’évolution de l’inflation sous-jacente des pays de la zone euro (cf. graphique 11). Plus les pays qui doivent regagner en compétitivité sont contraints d’adapter leurs prix et salaires à la baisse, plus la valeur réelle de leur dette tend à s’alourdir et plus le risque que la baisse des prix relatifs produise des effets réels négatifs augmente.

Réagir de manière prompte et coordonnée par une politique de la demande et de l’offre

L’expérience japonaise montre qu’une réaction politique prompte, coordonnée et prolongée est souhaitable face à une récession de bilan. Il ressort par ailleurs que l’ensemble des domaines de la politique économique – politique monétaire, politique budgétaire et réformes structurelles – doivent être activés pour renforcer à la fois l’offre et la demande agrégée. Tenant compte des coûts réels potentiellement élevés inhérents à une période de faible inflation ou de déflation dans la zone euro, ces enseignements ont ici une résonance toute particulière.

Une politique de demande

Pour mener une politique de demande expansionniste, la politique monétaire doit pouvoir s’appuyer sur une orientation adéquate de la politique budgétaire. Étant donné le niveau plancher auquel sont tombés les taux directeurs, le programme étendu d’achats d’actifs et les autres mesures non conventionnelles en place, la marge de manœuvre de la politique monétaire dans la zone euro s’est sensiblement rétrécie au cours de la période récente. Dans ce contexte, la politique budgétaire joue un rôle important, et il est crucial, tout autant que complexe, d’identifier le calibrage adéquat qui offre la stimulation requise sans compromettre la soutenabilité dans le temps de la dette publique. Au-delà de savoir si les politiques nationales suivent actuellement la bonne direction, il se pose également la question du caractère adéquat des règles institutionnelles en place afin d’assurer une orientation appropriée de la politique budgétaire pour la zone euro dans son ensemble.

La nécessité d'un rôle accru de coordination de la politique macroéconomique dans la zone euro – entre les politiques monétaire et budgétaire, mais également entre les pays – ressort clairement de l'évolution des soldes financiers des différents secteurs et pays de la zone au cours des dernières années. Tout comme au Japon à compter des années 1990, le secteur privé est passé depuis la crise de 2008 d'une situation de déficit à une situation de surplus, tandis que le secteur public a nettement creusé son déficit. Une divergence notable par rapport aux développements au Japon réside toutefois dans la nette réduction des soldes financiers négatifs des autorités dans le contexte de la crise de la dette publique. Ce processus de consolidation budgétaire parallèlement au maintien d'un large surplus du côté du secteur privé a fait de la zone euro dans son ensemble un épargnant net, ce qui pèse sur la demande intérieure, et donc sur l'inflation. Le surplus d'épargne apparu dans la zone euro provient essentiellement des pays en déficit, qui se sont vus obligés de comprimer brusquement leurs besoins en financements extérieurs. Les pays en excédent ont quant à eux pour la plupart maintenus leurs positions. Cet ajustement asymétrique a pesé sur la demande intérieure.

Il convient de noter que si les réformes structurelles sont typiquement perçues comme des mesures s'adressant au côté « offre » de l'économie, elles peuvent également

jouer un rôle de soutien de la demande. C'est tout particulièrement le cas lorsqu'elles stimulent les investissements, qui constituent à la fois la demande d'aujourd'hui et l'offre de demain. Plus indirectement, les perspectives de hausse des revenus qu'elles génèrent doivent également soutenir la demande.

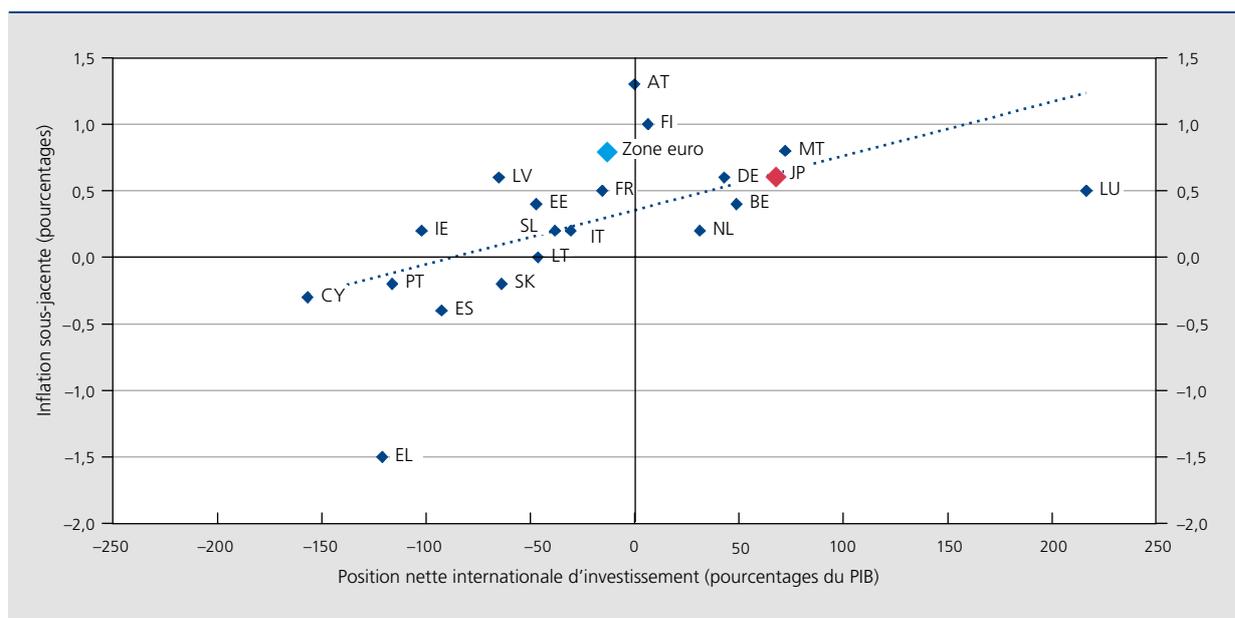
Une politique d'offre

Au-delà d'apporter un soutien temporaire à la demande agrégée, sortir d'une situation de crise et préserver le potentiel de croissance à long terme de l'économie requièrent également d'adopter des réformes structurelles qui s'adressent au côté « offre ».

Ces réformes concernent les marchés du travail et des produits et les mesures qui contribuent à rendre l'environnement plus favorable au développement des entreprises. En offrant davantage de flexibilité, elles doivent favoriser une allocation et une utilisation optimales des facteurs de production. Elles doivent par ailleurs permettre de faire face aux évolutions structurelles de l'économie telles que le vieillissement de la population.

Certaines réformes peuvent potentiellement exercer à court terme un effet baissier sur l'inflation et induire une hausse du taux réel qui freine la croissance. Combiné à une politique de demande, l'effet d'un gonflement

GRAPHIQUE 11 POSITION NETTE INTERNATIONALE D'INVESTISSEMENT (PNII) ET INFLATION SOUS-JACENTE
(PNII en 2013 et moyenne de l'inflation annuelle sous-jacente depuis janvier 2014)



Sources: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, BCE, Japan's Ministry of Finance.

attendu des revenus futurs devrait toutefois en toute logique neutraliser les effets déflationnistes à court terme, de manière à soutenir la reprise. Ceci souligne par ailleurs l'importance d'une politique de demande adéquate et du choix des réformes structurelles mises en œuvre.

Bien qu'elle en soit à un stade moins avancé que le Japon, la zone euro accuse elle aussi un vieillissement de sa population. Ce développement renforce en particulier la nécessité de procéder à des réformes permettant de relever le taux de participation au marché du travail, le taux d'emploi et la productivité, dans la perspective de préserver le niveau de vie et d'assurer la soutenabilité de la dette. Dans la mesure où le taux réel d'équilibre s'en trouve accru, augmenter la productivité offre en outre une protection contre le risque de stagnation séculaire évoqué plus haut.

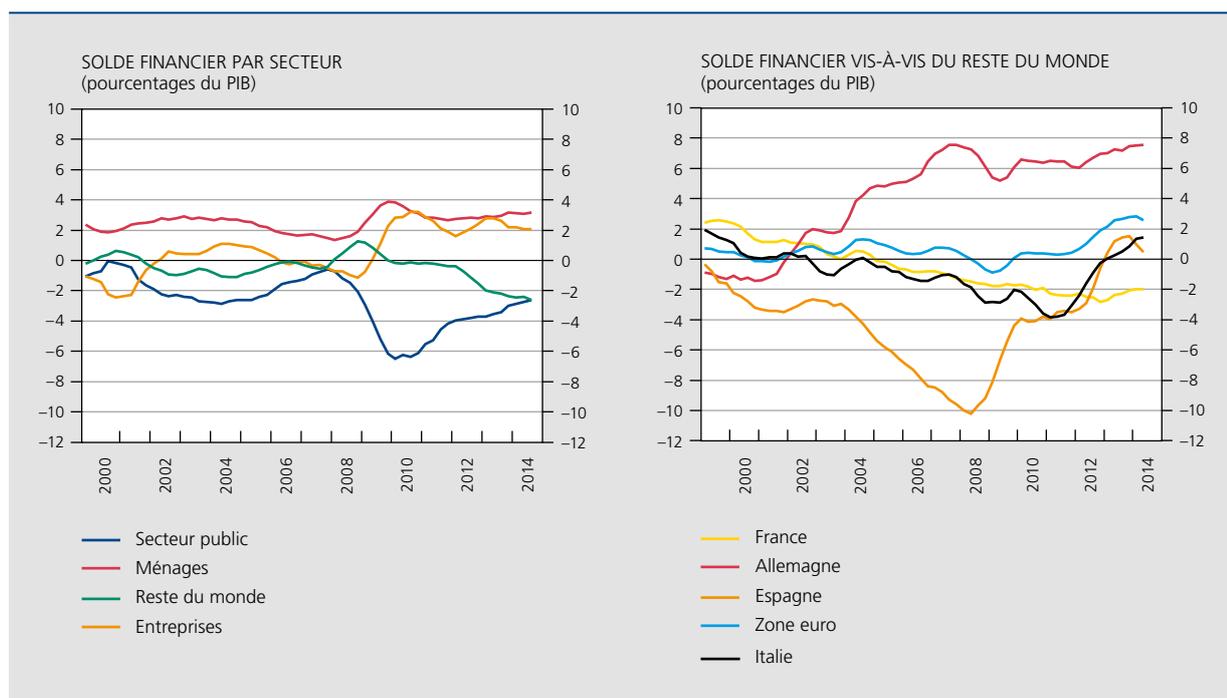
Certains signes montrent que les réformes structurelles entreprises dans la zone euro depuis le début de la crise ont déjà porté des fruits. Les salaires et les prix apparaissent plus flexibles, ce qui favorise une allocation des ressources plus efficace, tandis que des bénéfices en termes de production semblent avoir été retirés dans quelques États (BCE, 2015). Enfin, de manière générale, les pays ayant adopté des réformes tendent à afficher

de meilleures performances à l'exportation. En dépit des nombreuses avancées enregistrées depuis 2008 – tout particulièrement dans les pays les plus touchés par la crise –, il semble toutefois que la marge de progression soit encore importante, avec des différences notables d'un État à l'autre.

Conclusion

À la suite de l'éclatement d'une importante bulle financière et immobilière au début des années 1990, l'économie japonaise a été confrontée à une récession de bilan et à une crise bancaire. La récession de bilan s'est notamment caractérisée par la volonté du secteur des entreprises de privilégier le remboursement de ses dettes, au détriment de l'investissement. Elle a nécessité une intervention vigoureuse des autorités publiques dans le but de soutenir la demande agrégée. Bien que latente, la crise bancaire ne s'est véritablement déployée qu'en 1997, alors que sévissait la crise asiatique. Entraînant la faillite de plusieurs institutions financières d'envergure dans son sillage, elle a forcé la reconnaissance des crédits non performants qui pesaient depuis un temps déjà sur l'économie réelle et a conduit à la recapitalisation publique du secteur bancaire.

GRAPHIQUE 12 SOLDES FINANCIERS DANS LA ZONE EURO



Source: OCDE.

Dans le contexte de ces chocs négatifs significatifs, l'économie nipponne a connu une désinflation progressive au début des années 1990, suivie d'un phénomène de déflation à partir du milieu de la décennie. Ces développements s'expliquent essentiellement par une diminution des anticipations d'inflation ainsi que par un repli de l'écart de production en terrain négatif. Le premier facteur est plus spécifiquement imputable à un manque de fermeté et de crédibilité de la Banque du Japon en matière de lutte contre la déflation, tandis que le second peut pour sa part être attribué aux nombreux chocs négatifs subis par l'économie japonaise, de même qu'à la baisse du taux réel d'équilibre, qui a d'autant réduit la capacité de stabilisation de la politique monétaire que les anticipations d'inflation se sont inscrites en recul.

Si la déflation japonaise s'est révélée généralisée et inattendue, elle est cependant restée modérée, tout en s'inscrivant dans la durée. Il peut ainsi être argué que l'économie nipponne a en réalité évolué, entre le début des années 1990 et le début des années 2000, vers un nouvel équilibre. Dans le cadre de ce dernier, le taux d'intérêt nominal serait proche de 0 et l'inflation négative, mais le taux de croissance réel correspondrait, tout comme c'était le cas auparavant, à son niveau potentiel. Cette idée est corroborée par l'analyse de la croissance réelle par tête et par personne en âge de travailler, qui démontre que, depuis les années 2000, les performances du Japon ont plutôt été bonnes comparativement à celles de la zone euro et des États-Unis. À ce titre, il y a lieu de relativiser quelque peu le qualificatif de décennie perdue attribué aux années 1990 et d'y renoncer purement et simplement pour les années 2000. Bien que l'économie japonaise semble croître à son niveau potentiel, ce nouvel équilibre n'est toutefois pas totalement dénué de coûts. Un régime déflationniste tel que celui qui la caractérise réduit en effet la capacité de la banque centrale de stimuler l'activité économique en cas de choc négatif et accroît dès lors le risque de stagnation séculaire.

Tenant compte de cela, le programme économique dit « Abenomics », introduit en avril 2013, vise précisément à mettre un terme à la longue période de déflation qu'a traversée le Japon et à dynamiser l'économie du pays tout en veillant à la soutenabilité à long terme de sa dette publique. Le programme repose sur trois piliers : une politique monétaire accommodante, une politique budgétaire expansionniste à court terme mais qui vise la consolidation à plus long terme et des réformes structurelles. Ce dernier pilier est notamment essentiel pour permettre à l'économie japonaise d'évoluer durablement vers un sentier de croissance supérieure.

Au final, l'expérience japonaise de ces 25 dernières années permet de tirer trois grands enseignements, adressés en particulier à la zone euro. Premièrement, il y a lieu de prévenir plutôt que de guérir les crises financières. Bien que cette leçon apparaisse aujourd'hui comme évidente, la grande récession donne à penser que les dirigeants avaient, jusqu'il y a peu, insuffisamment appris des événements survenus au Japon. L'assainissement du secteur bancaire une fois la crise déclenchée est toutefois intervenu plus rapidement dans la zone euro qu'au Japon. Deuxièmement, il est crucial de préserver un bon ancrage des anticipations d'inflation. Une fois inscrite dans l'ADN de l'économie, la déflation est en effet difficile à combattre, et remettre les anticipations d'inflation sur les rails requiert l'adoption de mesures extrêmes. Troisièmement, il importe de réagir à une récession de bilan de manière prompte et coordonnée, pour maximiser l'impact des mesures adoptées et pour faciliter les ajustements qui s'imposent. L'ensemble des domaines de la politique macroéconomique doivent par ailleurs être activés en vue de soutenir à la fois l'offre et la demande. Enfin, la réalité japonaise démontre que les coûts de la déflation dépendent des caractéristiques d'une économie, et plus spécifiquement de sa flexibilité nominale. Dans la mesure où cette dernière semble moins grande dans la zone euro et où la perte de l'instrument du taux de change requiert des ajustements relatifs des prix domestiques pour pallier la perte de compétitivité, le coût de la déflation risque bien d'y être supérieur. La nécessité de combattre tout risque de déflation dans la zone euro n'en ressort que plus grande.

Bibliographie

- Aoyagi C., G. Ganelli et K. Murayama (2015), How inclusive is Abenomics?, IMF, Working Paper 54.
- BCE (2015), « Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets », Bulletin économique, BCE, février, 59–72.
- BNB (2015), Rapport annuel.
- Borio C., M. Erdem, A. Filardo et B. Hofmann (2015), « The costs of deflations: a historical perspective », BIS Quarterly Review, March.
- Bullard J. (2010), « Seven Faces of “The Peril” », Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(5), September/October, 339–352.
- Caballero R., T. Hoshi et A. Kashyap (2008), « Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan », American Economic Review, 98(5), 1943–1977.
- Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou et M. Ward-Warmedinge (2008), Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan, NBB, Working Paper 154.
- European Business Council in Japan (2014), The Japanese Market: Why is it difficult? What suppresses FDI?
- Fabiani S., A. Lamo, J. Messina et T. Rõöm (2015), European firm adjustment during times of economic crisis, ECB, Working Paper 1778.
- Fisher I. (1933), « The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*, 1, 337–57.
- Fuchi H., I. Muto et H. Ugai (2005), A Historical Evaluation of Financial Accelerator Effects in Japan's Economy, Bank of Japan, Working Paper 05-E-8.
- Gali J. (2008), Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework, Princeton University Press.
- Hayami M. (2000), Price Stability and Monetary Policy, speech given at the Research Institute of Japan, Tokyo, 21 March.
- Horioka C., T. Nomoto et E. Terada-Hagiwara (2013), Why has Japan's Massive Government Debt not Wreaked Havoc (Yet)?, NBER, Working Paper 19596.
- Hoshi T. et A. Kashyap (2014), Will the U.S. and Europe Avoid a Lost Decade? Lessons from Japan's Post Crisis Experience.
- Hoshi T. et T. Ito (2014), « Defying gravity: can Japanese sovereign debt continue to increase without a crisis », CEPR Economic Policy, January, 7–44.
- Ikeda D. et M. Saito (2012), The effect of demographic changes on the real interest rate in Japan, Bank of Japan, Working Paper 12-E-3, February.
- IMF (2014), Euro area: «Deflation» versus «Lowflation», <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation>.
- IMF (2003), Japan: Financial System Stability Assessment, Supplementary Information.

Ito T. et F. Mishkin (2006), « Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem », in *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol. 15, 131–202.

Ito T. (2004), *Inflation targeting and Japan: why has the Bank of Japan not adopted inflation targeting?*, NBER, Working Paper 10818, October.

Kamada K. et N. Hirkata (2002), *Import Penetration and Consumer Prices*, Bank of Japan, Research and Statistics Department Working Paper 02-1.

Kang J. S. (2014), *Balance sheet repair and corporate investment in Japan*, IMF, Working Paper 141.

Koo R. (2013), *Central Banks in Balance Sheet Recessions: a Search for Correct Response*, mimeo.

Koo R. (2009), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, Revised Edition, John Wiley and Sons (Asia) Pte. Ltd. Singapore, July.

Kuroda S. et I. Yamamoto (2014), « Is Downward Wage Flexibility the Primary Factor of Japan's Prolonged Deflation? » *Asian Economic Policy Review*, Japan Center for Economic Research, 9(1), 143–158.

Lipton D. (2014), *From Deflation to Reflation? Japan's New Monetary Policy Framework, Effectiveness, and Broad Lessons*.

Matsubayashi Y. (2015), *The effort to stabilise the financial system in Japan: an outline and the characteristics of the programme for financial revival*, Bruegel, Working Paper 2, March.

Muto I. (2006), *Can the New Keynesian Phillips Curve explain Japanese inflation dynamics? A labor share correction approach*, Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan, Discussion paper E-25.

Nakaso H. (2014), *The Conquest of Japanese Deflation: Interim Report Remarks at the Athens Symposium Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth*, June.

Nelson B. et M. Tanaka (2014), « Dealing with a banking crisis: what lessons can be learned from Japan's experience », *Bank of England, Quarterly Bulletin* (1), 36–48.

Nishizaki K., T. Sekine et Y. Ueno (2014), « Chronic Deflation in Japan », *Asian Economic Policy Review* (9), 20–39.

OECD (2015), *OECD Economic Surveys: Japan*.

Reinhart C. et K. Rogoff (2014), « This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises », *Annals of Economics and Finance*, Society for AEF, 15(2), November, 1065–1188.

Sanchez A. D. (2006), *A New Keynesian Phillips Curve for Japan*, Paper presented at the Seminar series of the FDIC's Center for Financial Research, 29 June.

Taylor A. (2015), *Credit, Financial Stability, and the Macroeconomy*, NBER, Working Paper 21039.

Watanabe T. (2012), *Long-Lasting Deflation under the Zero Interest Rate Environment*, Paper presented at the conference on Price Developments in Japan and Their Backgrounds: Experiences Since the 1990s, November 24, 2011, Bank of Japan, Working Paper, 12-J-3, in Japanese.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2015

The article presents the new macroeconomic projections for Belgium for the 2015-2017 period, drawn up by the Bank as part of the Eurosystem forecasting exercises.

In the euro area, the recovery underway is currently enjoying strong tailwinds: the sharp drop in oil prices, the depreciation of the euro and the low level of interest rates are all strong drivers of demand, in a context of less restrictive fiscal policies. According to the Eurosystem projections, real GDP in the euro area should rise by 1.5% in 2015, before climbing to approximately 2% in 2016-2017. As for Belgium, the economic recovery should continue at a relatively moderate pace, with GDP growing by 1.2% in 2015, before strengthening to 1.5% in 2016 and 1.7% in 2017. The pick-up in growth can be mainly traced back to rising net exports that are in turn partly due to the improvement in cost competitiveness of Belgian firms.

The economic upturn and the moderate rise in wage costs will help support net job creations which are expected to reach a cumulative figure of 94 000 units over the period from 2015 to 2017, with the unemployment rate dropping below the 8% mark in 2017.

Inflation, which has been heavily influenced by the fall in energy prices, should remain very low in 2015, at 0.6%, before rising to 1.5% in 2016 and 2017. Under the impact of competitiveness-boosting measures and rising productivity, unit labour costs in the private sector should remain very weak, which would in turn put some brake on underlying inflation developments at least until 2016.

Taking account of only those fiscal measures announced by the federal government and the federated entities, subject to the guidelines for the Eurosystem projection exercises, the budget deficit should come down over the forecasting horizon, falling back to 2.0% in 2017. The public debt is forecast to remain around 107% of GDP throughout the projection period.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

The relationship between economic growth and employment

The article finds that productivity in Belgium has tended to slow down over the past three decades. After controlling for that fundamental tendency, the relationship between persons in employment and economic activity appears generally stable over time throughout the business cycle and

is generally unaffected by recessions. In Belgium in particular, in terms of deviation from their respective trends, a 1 % rise in GDP brings a 0.5 % increase in employment. That figure is in line with the European average.

The downward trend in productivity is accompanied by a shift to the tertiary sector of the economy. That is also one of the factors behind the decline in average working time. Although the relationship between employment and GDP is very stable throughout the business cycle, the recent financial crisis differs from previous recessions in a general tendency to protect jobs at first, in all twelve economies studied in the article. However, that soon came to an end and the situation returned to normal; if employment is struggling to pick up, that is essentially because of the weakness of the economic recovery. Finally, it is very clear that firms initially respond to fluctuations in the economy by adjusting the hours worked. In Belgium, the elasticity of those hours to economic activity is about 50 % greater than the elasticity of the number of persons employed in all sectors sensitive to the business cycle.

JEL codes: E20, E24, E32, J20, J23

Key words: employment, hours worked, labour productivity, business cycle, labour market, Okun's law

Decomposition of the dynamics of sovereign spreads in the euro area

The article analyses developments in euro area sovereign bond markets observed during the financial and sovereign debt crises. Not only governments, but also banks, households and non-financial corporations were affected by the sovereign debt crisis. Regarding the private non financial sector in particular, the increased sovereign risk premiums resulted in temporarily higher bank lending margins from 2009 onwards in Belgium, Italy and Spain. By resorting to a macrofinancial modelling approach to decompose these sovereign risk premiums, it appears that fundamental economic shocks are the main drivers of sovereign premiums, although non fundamental shocks were particularly large during the sovereign debt crisis and stemmed mainly from redenomination risk. The significance of non-fundamental components of sovereign premiums nevertheless seemed to have dropped to very low levels by the beginning of 2015, partly due to the (unconventional) monetary policy measures adopted by the ECB (e.g. the announcement of the OMT programme and the expanded APP). However, sovereign premiums are still significant in the euro area periphery (notably in Italy and Spain) and seem to be explained largely by fundamental factors.

JEL codes: E43, E44, G12

Key words: Sovereign yields, spreads, decomposition, fundamental, non fundamental

Analysis of policies restructuring Belgian public finances

The article compares the fiscal consolidation effort currently being made in Belgium with two other periods of consolidation: the first in the 1980s and a second one in the 1990s. In the first part, the periods of budget restructuring are determined on the basis of changes in the structural financing balance. The second part compares the economic and politico-institutional context in which fiscal consolidation measures were adopted. The third part gives a brief overview of the main measures. The fourth part takes a closer look at the various instruments used for implementing the fiscal consolidation policy and describes the impact they have had. The fifth part explains the consequences of budget restructuring policies on public debt and on interest rates.

The first period, which started in 1982 and lasted until 1987, is noteworthy for having begun at a time of recession and major imbalances in the Belgian economy, including a substantial government borrowing requirement. The rigorous restructuring effort made at the time was based on deep cuts

in public expenditure and a limited increase in government revenues. The second period, which ran from 1993 to 1998, also started with a recession. The consolidation that took place during this period was achieved mainly through an increase in revenues, but also helped by a reduction in interest charges. The third consolidation period came in the wake of the economic and financial crisis and began back in 2011. This consolidation period was initially characterised by an increase in government revenues, but since 2015 the emphasis has shifted onto cutting expenditure. Moreover, interest charges have continued to shrink thanks to the fall in interest rates.

The analysis of the restructuring policies followed since the early 1980s shows that fiscal consolidations have always begun in periods of low economic activity. Likewise, they are always accompanied by structural reforms. Competitiveness has thus recovered and employment has been boosted. Particular attention has also been paid to the financial sustainability of the social security system, not least through the adoption of pension reforms.

As regards the current consolidation period, the major restructuring efforts underway are still relatively limited compared with efforts made during the previous two restructuring periods. However, the present fiscal consolidation programme is taking place in more difficult conditions, taking account of lower potential growth, high fiscal and parafiscal pressure, low public sector investment and rising costs of population ageing. So, extra measures still need to be taken as part of the ongoing fiscal consolidation in order to restore a structural budget balance.

JEL codes: H20, H50, H60, H62, H63

Key words: public finance, fiscal consolidation, Belgium

Deflation in Japan, Abenomics and lessons for the euro area

The article takes as its starting point the similarities between the current situation in the euro area and that prevailing in Japan for the last two decades, namely slow economic growth and low – or even negative – inflation.

Owing to the fact that Japan's deflation, although persistent, has remained moderate and the economy has not fallen into a deflationary spiral, it can actually be argued that the Japanese economy shifted to a new equilibrium situation between the early 1990s and the beginning of the 2000s. In this new equilibrium, the nominal interest rate is close to its zero lower bound and inflation negative, but, just like before, the real growth rate is around its potential level. Yet it seems that this new equilibrium is not without costs. A deflationary regime like Japan's effectively reduces the central bank's capacity to support economic activity in the event of an adverse shock and thus increases the risk of secular stagnation. Taking this into account, the so-called 'Abenomics' economic programme introduced in April 2013 is aimed precisely at putting an end to the long period of deflation that Japan has gone through and at stimulating the economy while ensuring the long-term sustainability of the country's public debt.

Three major lessons can be drawn from the Japanese experience over the last 25 years. First of all, prevention is better than cure when it comes to financial crises. Secondly, it is crucial to keep inflation expectations firmly anchored. Thirdly, it is important to react to a balance-sheet recession in a prompt and well-coordinated way, so as to maximise the impact of the measures adopted and to facilitate the adjustments that must be made. Moreover, all areas of macroeconomic policy should be brought into play to support both the supply and demand sides. Lastly, events in Japan show that the costs of deflation depend very much on the specific features of an economy, and more specifically on its nominal flexibility.

JEL codes: E65, E58

Key words: Japan, euro area, deflation, crisis, Abenomics

Abstracts from the Working Papers series

275. Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies, by J. Boeckx, M. Dossche, G. Peersman, December 2014

The authors estimate the effects of exogenous innovations to the balance sheet of the ECB since the start of the financial crisis within a structural VAR framework. An expansionary balance sheet shock stimulates bank lending, stabilizes financial markets, and has a positive impact on economic activity and prices. The effects on bank lending and output turn out to be smaller in the member countries that have been more affected by the financial crisis, in particular those countries where the banking system is less well-capitalized.

276. How do exporters react to changes in cost competitiveness?, by S. Decramer, C. Fuss, J. Konings, January 2015

Policy-making institutions such as the European Commission, the ECB and the OECD often use unit labor costs as a measure of international competitiveness. The goal of the paper is to examine how well this measure is related to international export performance at the firm level. To this end, the authors use Belgian firm-level data for the period 1999-2010 to analyze the impact of unit labor costs on exports. They use exports adjusted for their import content. They find a statistically significant negative effect of unit labor costs on export performance of firms with an estimated elasticity of the intensive margin of exports ranging between -0.2 and -0.4. This result is robust to various specifications, including firm, time and sector fixed effects and estimation approaches. This elasticity varies between sectors and between firms, with firms that are more labor-intensive having a higher elasticity of exports with respect to unit labor costs. The micro data also enable to analyze the impact of unit labor costs on the extensive margin. The results show that higher unit labor costs reduce the probability of starting to export for non-exporters and increase the probability of exporters stopping. While they results show that unit labor costs have an impact on the intensive margin and extensive margin of firm-level exports, the effect is rather low, suggesting that passthrough of costs into prices is limited or that demand for exported products is not elastic. The latter is consistent with recent trade models emphasizing that not only relative costs, but also demand factors such as quality and taste matter for explaining firm-level exports.

277. [Optimal monetary policy response to endogenous oil price fluctuations](#), by A. Stevens, January 2015

Should the central bank seek to identify the underlying causes of oil price hikes in determining appropriate policy responses to them? Most likely not. Within a calibrated new-Keynesian model of Oil-Importing and Oil-Producing Countries, the author derives the Ramsey policy and analyze optimal monetary policy responses to different sources of oil price fluctuations. He finds that oil-specific demand and supply shocks call for similar policy responses, given the low substitutability of oil in production and the incompleteness of international asset markets.

278. [Comparing fiscal multipliers across models and countries in Europe](#), by J. Kilponen, M. Pisani, S. Schmidt, V. Corbo, T. Hledik, J. Hollmayr, S. Hurtado, P. Júlio, D. Kulikov, M. Lemoine, M. Lozej, H. Lundvall, J. R. Maria, B. Micallef, D. Papageorgiou, J. Rysanek, D. Sideris, C. Thomas, G. de Walque, March 2015

The paper employs fifteen dynamic macroeconomic models maintained within the European System of Central Banks to assess the size of fiscal multipliers in European countries. Using a set of common simulations, the author consider transitory and permanent shocks to government expenditures and different taxes. They investigate how the baseline multipliers change when monetary policy is transitorily constrained by the zero nominal interest rate bound, certain crisis-related structural features of the economy such as the share of liquidity-constrained households change, and the endogenous fiscal rule that ensures fiscal sustainability in the long run is specified in terms of labour income taxes instead of lump-sum taxes.

279. [Assessing European competitiveness: The new CompNet micro-based database](#), by P. Lopez-Garcia, F. di Mauro, the CompNet Task Force, April 2015

Drawing from confidential firm-level balance sheets for 17 European countries (13 Euro-Area), the paper documents the newly expanded database of cross-country comparable competitiveness-related indicators built by the Competitiveness Research Network (CompNet). The new database provides information on the distribution of labour productivity, TFP, ULC or size of firms in detailed 2-digit industries but also within broad macro-sectors or considering the full economy. Most importantly, the expanded database includes detailed information on critical determinants of competitiveness such as the financial position of the firm, its exporting intensity, employment creation or price-cost margins. Both the distribution of all those variables, within each industry, but also their joint analysis with the productivity of the firm provides critical insights to both policymakers and researchers regarding aggregate trends dynamics. The current database comprises 17 EU countries, with information for 56 industries, including both manufacturing and services, over the period 1995-2012. The paper aims at analysing the structure and characteristics of this novel database, pointing out a number of results that are relevant to study productivity developments and its drivers. For instance, by using covariances between productivity and employment the paper shows that the drop in employment which occurred during the recent crisis appears to have had “cleansing effects” on EU economies, as it seems to have accelerated resource reallocation towards the most productive firms, particularly in economies under stress.

280. [FloGARCH: Realizing long memory and asymmetries in returns volatility](#), by H. Vander Elst, April 2015

The author introduces the class of FloGARCH models in this paper. FloGARCH models provide a parsimonious joint model for low frequency returns and realized measures and are sufficiently flexible to capture long memory as well as asymmetries related to leverage effects. He analyzes the

performances of the models in a realistic numerical study and on the basis of a data set composed of 65 equities. Using more than 10 years of high-frequency transactions, he documents significant statistical gains related to the FloGARCH models in terms of in-sample fit, out-of-sample fit and forecasting accuracy compared to classical and Realized GARCH models.

281. [Does Education Raise Productivity and Wages Equally? The Moderating Roles of Age, Gender and Industry](#), by F. Rycx, Y. Saks, I. Tojerow, April 2015

The labour market situation of low-educated people is particularly critical in most advanced economies, especially among youngsters and women. Policies aiming to increase their employability either try to foster their productivity and/or to decrease their wage cost. Yet, the evidence on the misalignment between education-induced productivity gains and corresponding wage cost differentials is surprisingly thin, inconclusive and subject to various econometric biases. The authors investigate this issue using rich Belgian linked employer-employee panel data for the period 1999-2010. Moreover, they provide first evidence on the moderating roles of age, gender and industry in the relationship between education, productivity and wage costs. Controlling for simultaneity issues, time-invariant workplace characteristics and dynamics in the adjustment process of dependent variables, findings support the existence of a 'wage-compression effect', i.e. a situation in which the distribution of wage costs is more compressed than the education-productivity profile. This effect, robust across industries, is found to disappear among older cohorts of workers and to be more pronounced among women than men. Overall, findings suggest that particular attention should be devoted to the productivity to wage cost ratio of low-educated workers, especially when they are young and female, but also to policies favouring gender equality in terms of remuneration and career advancement.

282. [Assessing European firms' exports and productivity distributions: The CompNet trade module](#), by A. Berthou, E. Dhyne, M. Bugamelli, AM. Cazacu, CV. Demian, P. Harasztosi, T. Lalinsky, J. Merikül, F. Oropallo, AC. Soares, May 2015

The paper provides a new cross-country evaluation of competitiveness, focusing on the linkages between productivity and export performance among European economies. The authors use the information compiled in the Trade module of CompNet to establish new stylized facts regarding the joint distributions of the firm-level exports performance and productivity in a panel of 15 countries, 23 manufacturing sectors during the 2000's. The authors confirm that exporters are more productive than nonexporters. However, this productivity premium is rising with the export experience of firms, with permanent exporters being much more productive than starters. At the intensive margin, they show that both the level and the growth of firm-level exports rise with firm productivity, and that the bulk of aggregate exports in each country are made by a small number of highly productive firms. Finally, they show that during the crisis, the growth of exports by high productive firms sustained the current account adjustment of European "stressed" economies. This last result confirms that the shape of the productivity distribution within each country can have important consequences from the point of view of the dynamics of aggregate trade patterns.

Signes conventionnels

%	pour cent
cf.	confer
e	estimation de la Banque
etc.	et cetera
p.m.	pour mémoire
n.	non disponible

Liste des abréviations

Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
LT	Lituanie
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
EA	Zone euro
UE	Union européenne
JP	Japon
VS	États-Unis

Autres

APP	Asset Purchase Programme – Programme d’achats de titres
BCE	Banque centrale européenne
BEF	Franc belge
BFP	Bureau fédéral du plan
BLS	Bank Lending Survey – Enquête sur la distribution du crédit bancaire
BNB	Banque nationale de Belgique

BRI	Banque des règlements internationaux
CCE	Conseil central de l'économie
CDS	Credit default swap
CE	Commission européenne
CGER	Caisse générale d'épargne et de retraite
CSF	Conseil supérieur des finances
DGS	Direction générale Statistiques
ECB	European Central Bank
EAPP	Extended Asset Purchase Programme – Programme étendu d'achats d'actifs
EFT	Enquête sur les forces de travail
ETF	Exchange-traded funds
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FFE	Fonds de fermeture des entreprises
FMI	Fonds monétaire international
GIMV	Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institution financière et monétaire
IMD	Institute for Management Development
IMF	International Monetary Fund
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Impôt des personnes physiques
ISBL	Institution sans but lucratif
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
MCE	Mécanisme de change européen
MES	Mécanisme européen de stabilité
MIR	Monetary financial institutions interest rates
MRO	Main Refinancing Operation
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight index swap
OMT	Opération monétaire sur titres
ONEM	Office national de l'emploi
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PNB	Produit national brut
QEP	Quantitative Easing Policy
QQE	Qualitative and Quantitative Easing
REIT	Real Estate Investment Trust
RCC	Resolution and Collection Corporation

SCAP	Supervisory Capital Assessment Program
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SME	Système monétaire européen
S&P	Standard and Poor's
SPF	Service public fédéral
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operation
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UEM	Union économique et monétaire
VAR	Vecteur autorégressif
VIX	Volatility Index
VIPO	Veufs, invalides, pensionnés et orphelins
VLTRO	Very Long-Term Refinancing Operation
ZIRP	Zero Interest Rate Policy

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise : 0203.201.340
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be



Éditeur responsable

Jan Smets
Gouverneur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne
Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

