

# Revue économique

Décembre 2014



© Banque nationale de Belgique

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

ISSN 1372-3162

# Table des matières

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE – AUTOMNE 2014	7
NORMALISATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES : PERSPECTIVES ET DIVERGENCES	31
CHANGEMENTS RÉCENTS DANS LE COMPORTEMENT D'ÉPARGNE DES MÉNAGES BELGES : L'INCIDENCE DE L'INCERTITUDE	57
PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DU COLLOQUE 2014 DE LA BNB "TOTAL FACTOR PRODUCTIVITY: MEASUREMENT, DETERMINANTS AND EFFECTS"	69
RÉSULTATS ET SITUATION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES EN 2013	83
LE BILAN SOCIAL 2013	111
SUMMARIES OF ARTICLES	155
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	159
SIGNES CONVENTIONNELS	163
Liste des abréviations	165

# Projections économiques pour la Belgique – Automne 2014

## Introduction

La reprise économique qui s'est amorcée au printemps de l'année dernière demeure très fragile tant en Belgique que dans la zone euro. Les projections de printemps de la Banque tenaient déjà compte d'un ralentissement de la croissance en Belgique à partir du deuxième trimestre de 2014, dans un contexte d'érosion de la confiance des producteurs et des consommateurs. Ce ralentissement s'est toutefois avéré plus prononcé que prévu. À cet égard, l'évolution conjoncturelle en Belgique ne s'écarte pas de celle de la zone euro, où l'activité a aussi pratiquement stagné au deuxième trimestre. Il est frappant de constater que l'essoufflement a principalement touché les pays du cœur de la zone euro, l'activité s'étant même quelque peu contractée en Allemagne et en France. En revanche, le rythme de croissance s'est accéléré dans bon nombre de pays périphériques, à l'exception de l'Italie, où l'activité s'est là aussi repliée. Les taux de croissance enregistrés en Espagne, au Portugal et, surtout, en Irlande, ont même été particulièrement élevés. Selon la première estimation « flash », la croissance dans la zone euro n'aurait cependant plus fléchi au troisième trimestre et serait remontée à 0,2 %, soit un rythme toujours modéré. Les deux principales économies de la zone euro, l'Allemagne et la France, ont en outre renoué avec une croissance positive, certes encore très faible en Allemagne.

Comme le montre la divergence des taux de croissance dans la zone euro, le processus de rétablissement interne y donne progressivement lieu au rééquilibrage attendu, le redressement étant nettement plus vigoureux dans les pays qui ont été confrontés par le passé aux plus gros déséquilibres macroéconomiques. Ces pays ont dès lors dû mettre en œuvre les programmes d'ajustement les plus ambitieux afin de redresser leur compétitivité, et ces

mesures semblent désormais porter leurs premiers fruits. Dans le cas de l'Irlande, l'expansion a de plus été largement soutenue par les étroites relations commerciales que ce pays entretient avec des pôles de croissance mondiaux, tels les États-Unis et le Royaume-Uni.

La reprise se poursuit au niveau mondial. Bien que la croissance mondiale ait été comprimée durant le premier semestre par quelques facteurs spécifiques, comme les très mauvaises conditions climatiques qui ont sévi aux États-Unis au début de l'année et, au deuxième trimestre, le relèvement de la TVA au Japon, qui a pesé sur la consommation privée, l'activité semble être repartie à la hausse au second semestre. Au total, la croissance mondiale devrait s'établir cette année à peu près au même niveau qu'en 2013. Les différentes régions du monde n'évoluent cependant pas de concert. Les pays émergents affichent toujours, globalement, les taux de croissance les plus robustes, mais plusieurs d'entre eux doivent composer avec un ralentissement graduel, voire marqué, de leur économie. Ainsi, la croissance de l'activité en Chine s'est de nouveau inscrite en recul au troisième trimestre de cette année, revenant à son plus bas niveau depuis la grande récession. L'économie russe paraît même en pleine stagnation, sous l'effet notamment de la détérioration de ses relations avec les pays avancés, qui a entre autres débouché sur des sanctions économiques réciproques. À l'inverse, les pays avancés affichent une expansion soutenue et de plus en plus affirmée, qui dépasse les attentes dans certains cas.

Une source de préoccupation, qui pourrait résulter de la composition différente de la croissance mondiale, réside dans les échanges internationaux qui semblent être nettement moins tirés par la croissance. Une baisse de l'importance des échanges commerciaux dans la croissance mondiale peut freiner le rythme auquel la reprise se

propage, et, surtout, le redressement de la zone euro, qui est aujourd'hui à la traîne, en dépit de la forte dépréciation de l'euro.

Les marchés financiers paraissent essentiellement refléter la politique monétaire extrêmement accommodante et l'abondante création de liquidités dans les pays avancés. Les actifs se sont considérablement renchérissés et les rendements sont retombés à des niveaux historiquement bas. Ce dernier constat vaut par exemple aussi pour les obligations d'État, pour lesquelles des primes de risque particulièrement élevées étaient jusqu'il y a peu demandées. Plusieurs épisodes de turbulences financières, comme en août et en octobre, ont toutefois rappelé que les marchés étaient toujours susceptibles de réagir très nerveusement à un regain de tensions géopolitiques et à des variations, même limitées, des perspectives de croissance.

Les présentes projections d'automne pour la Belgique, qui ont été clôturées le 20 novembre 2014, tiennent déjà compte des diverses mesures qui ont été adoptées par les nouveaux gouvernements ou qui ont été annoncées de manière suffisamment précise, même si, à cette date, tous les détails concernant leur mise en œuvre n'étaient pas encore connus. Pour ce qui est du gouvernement fédéral, il s'agit entre autres de la suspension temporaire des mécanismes d'indexation des salaires et des revenus de remplacement par un saut d'index, qui vient s'ajouter à la poursuite du gel des salaires réels. Compte tenu de l'importance de cet élément pour cet exercice de projection, une explication détaillée de la façon dont son incidence macroéconomique a été estimée est donnée dans l'encadré 1. Si cette mesure devrait faire reculer substantiellement l'inflation, ses effets réels au cours de la période sous revue demeureront globalement limités. De fait, il faudra un certain temps avant que le saut d'index, qui devrait être appliqué dans le courant du premier trimestre de 2015, ne se traduise complètement par une hausse moins soutenue des salaires, et ce a fortiori dans un environnement de faible inflation. De plus, la répercussion du fléchissement des coûts salariaux sur les prix et l'incidence positive de l'amélioration de la compétitivité-coût sur les exportations prendront du temps avant de produire leurs effets. Enfin, l'effet favorable de cette mesure sur la croissance de l'activité sera, surtout durant les premières années, largement compensé par celui du ralentissement de l'augmentation des revenus sur la consommation privée.

Nonobstant le fait que les projections continuent de faire état d'un raffermissement de l'activité, les estimations de croissance ont été clairement revues à la baisse. Compte tenu de la contraction plus marquée qu'attendu de la croissance depuis le printemps dernier, l'activité progresserait d'à peine 1 % cette année. L'économie devrait croître

à un rythme presque identique l'année prochaine, avant de rebondir quelque peu en 2016. L'importante révision à la baisse de l'estimation de la croissance pour 2015, de 0,7 point de pourcentage par rapport aux projections de printemps, est imputable pour plus d'un tiers à l'effet de niveau lié au repli de la croissance au cours de cette année-ci. Par ailleurs, d'autres facteurs jouent également un rôle. Ainsi, la prise en compte des mesures de consolidation prévues dans les budgets du pouvoir fédéral et dans ceux des entités régionales a raboté la contribution à la croissance des dépenses publiques de quelque 0,1 point de pourcentage. Par ailleurs, la croissance de la consommation privée a été revue à la baisse du fait de l'incidence susmentionnée du ralentissement de l'augmentation des revenus, tout comme l'a été celle des investissements des entreprises à la suite de l'essoufflement de la production à partir de 2014. Enfin, la contribution à la croissance des exportations nettes, abstraction faite de l'effet de niveau, s'inscrit en retrait de 0,1 point de pourcentage en 2015, en raison, principalement, d'une expansion bien plus modeste des débouchés. Celle-ci est dérivée des hypothèses techniques et externes communes, sur lesquelles reposent les prévisions de l'Eurosystème et dont les principales sont exposées dans l'encadré 2 de la première partie de cet article.

L'embellie continue néanmoins de se dessiner sur le marché du travail. Alors qu'en 2013, 12 000 emplois ont de nouveau été perdus, plus de 60 000 postes devraient être créés au cours de la période 2014-2016. En dépit de la révision à la baisse des estimations de croissance, ce nombre n'est guère inférieur à celui avancé dans les projections de printemps. Cette évolution illustre le fait que la maîtrise beaucoup plus stricte des coûts salariaux rend la main-d'œuvre relativement meilleur marché, tout en reflétant aussi en partie la progression légèrement plus soutenue que prévu de l'emploi au premier semestre de cette année. Sous l'effet de la remontée du taux de participation, qui découle notamment de certaines mesures d'activation, cette création d'emplois ne serait toutefois pas suffisante pour faire reculer le taux de chômage.

Tout comme dans l'ensemble de la zone euro, l'inflation retomberait à un niveau inhabituellement bas en 2014, bien qu'en Belgique, cela soit partiellement imputable à la réduction de la TVA sur la consommation d'électricité des ménages entrée en vigueur en avril 2014. Expurgés de leurs composantes volatiles, les prix augmenteraient cependant un peu plus rapidement qu'en 2013. D'après les projections actuelles, l'inflation sous-jacente reviendrait progressivement à moins de 1 %, du fait, principalement, de la maîtrise des coûts salariaux. Par contre, l'inflation des composantes volatiles augmenterait sensiblement, compte tenu, entre autres, des hypothèses communes tablant

sur un renchérissement du pétrole à partir de 2015. De ce fait, malgré l'orientation à la baisse de la tendance sous-jacente, les indices des prix à la consommation (IPCN et IPCH) devraient tout de même revenir de leur niveau exceptionnellement bas à l'heure actuelle à un peu plus de 1 % en 2016.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire dépasserait encore le seuil de 3 % du PIB cette année, mais il serait marqué par un net repli à partir de 2015. En 2016, il sera toutefois toujours supérieur à l'objectif budgétaire. Il convient de rappeler à cet égard que, conformément aux règles applicables aux exercices de projection réalisés par

## Encadré 1 – Les effets macroéconomiques du saut d'index

Parmi les mesures citées dans la déclaration de politique générale du nouveau gouvernement fédéral, le saut d'index est certainement l'un des éléments les plus importants pour les développements macroéconomiques en Belgique au cours des prochains trimestres. Tous les détails relatifs à la mise en œuvre de cette mesure n'étant pas encore connus, cette dernière a été interprétée ici comme une non-augmentation de 2 % de tous les salaires et revenus de remplacement. Cette mesure favorise les entreprises en ce qui concerne les salariés du secteur privé, et les administrations publiques s'agissant des salariés de ce secteur et du versement d'allocations sociales.

Outre le saut d'index annoncé, le gouvernement fédéral a manifesté sa volonté de poursuivre la politique de modération salariale, d'où l'hypothèse d'une croissance nulle des salaires réels conventionnels tant en 2015 qu'en 2016. Il est donc supposé que les salariés ne pourront pas atténuer les conséquences du choc négatif sur les salaires dû au saut d'index lors des prochaines négociations salariales. Dans l'environnement actuel de faible inflation, le saut d'index, qui serait mis en œuvre au premier trimestre de 2015, induit une indexation très limitée du salaire moyen sur l'horizon de projection, ce qui implique que la principale source d'augmentation des salaires nominaux sera le glissement des salaires ou *wage drift*.

Cette limitation importante de la croissance salariale a pour conséquence :

- un choc de revenu négatif sur le revenu des ménages qui devrait entraîner une baisse temporaire de leur consommation. Cette réduction ne sera toutefois que graduelle étant donné le comportement de lissage du profil de consommation dans le temps habituellement observé, ce qui implique une diminution du taux d'épargne;
- un choc de compétitivité positif pour les entreprises devenant plus important à mesure que le choc initial sur les salaires aboutit à une diminution du prix final. L'ajustement des prix de vente des entreprises à leurs coûts de production n'est cependant pas instantané, et la transmission des prix relatifs aux performances à l'exportation prend également du temps, de sorte que les gains en termes de parts de marché ne se manifesteront qu'à moyen terme;
- une diminution relative du coût du facteur travail qui augmentera progressivement l'intensité en travail du processus de production;
- un effet légèrement négatif pour les finances publiques durant les premières années, puisque l'impact positif sur les dépenses liées aux transferts et aux rémunérations sera plus qu'entièrement compensé par de moindres recettes issues de l'impôt direct sur les revenus des ménages et des cotisations sociales, ainsi que de l'impôt indirect étant donné la réduction de la consommation. Au fil du temps, les effets de retour positifs sur l'activité et l'emploi finiront par compenser le coût budgétaire initial du saut d'index.

La contraction de 2 % du salaire horaire nominal par rapport à un scénario sans saut d'index ne se matérialisera que très graduellement. En effet, la vitesse à laquelle le saut d'index affectera le salaire nominal moyen dépendra des mécanismes d'indexation spécifiques à chaque secteur. Le choc est d'ailleurs ralenti par l'environnement de faible inflation qui caractérise actuellement la Belgique. De plus, les entreprises n'ajustent que progressivement le prix de leur output aux coûts de production, et donc aux salaires. Finalement, comme indiqué plus haut, les variables macroéconomiques réelles (consommation, exportations, créations d'emplois, etc.) ne réagissent en général qu'avec un certain décalage aux changements de prix. Les effets macroéconomiques ne se feront donc pleinement sentir qu'au-delà de 2016, soit au-delà de l'horizon de ces projections. À partir de 2017, la baisse des



prix engendrera à son tour une croissance salariale moins dynamique lorsque les mécanismes d'indexation seront réactivés, amplifiant l'impact initial. Dès lors, l'effet total cumulé du saut d'index sur les salaires sera, à terme, plus élevé que le choc initial de 2 %.

Les effets quantitatifs du saut d'index ont été évalués à l'aide du modèle économétrique trimestriel de la Banque nationale de Belgique<sup>(1)</sup>. Dans le cadre de la simulation dont les résultats sont présentés dans le tableau ci-dessous, la contribution des salaires au coût marginal des entreprises a été recalibré à la baisse par rapport à la version publiée du modèle, avec pour effet d'atténuer quelque peu la spirale prix-salaires durant les trimestres qui suivent le saut d'index. Ce recalibrage tient compte notamment des résultats obtenus par Cornille et Robert (2005)<sup>(2)</sup>, qui suggèrent que la rémunération du facteur travail ne constituerait qu'environ un tiers des coûts de production totaux d'un produit de consommation finale type.

#### IMPACT DU SAUT D'INDEX DANS LES PROJECTIONS D'AUTOMNE

(pourcentages de déviation par rapport à un scénario de base sans saut d'index, différences de croissance cumulées à partir de 2015)

	2015	2016	2017	2018	2019
Coût salarial horaire nominal dans le secteur privé	-0,3	-1,6	-2,7	-3,0	-3,1
Déflateur des exportations	0,0	-0,4	-1,0	-1,2	-1,2
Inflation IPCH	-0,1	-0,5	-0,9	-1,1	-1,1
Déflateur du PIB	-0,1	-0,8	-1,7	-2,1	-2,2
Revenu disponible des particuliers <sup>(1)</sup>	-0,1	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0
Consommation privée <sup>(1)</sup>	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
Taux d'épargne des particuliers <sup>(2)</sup>	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Contribution à la croissance des exportations nettes <sup>(1)(2)</sup>	0,0	+0,1	+0,3	+0,5	+0,7
PIB <sup>(1)</sup>	0,0	0,0	+0,1	+0,3	+0,5
Emploi dans le secteur privé <sup>(3)</sup>	0,0 (0,4)	+0,1 (4,4)	+0,2 (11,9)	+0,5 (22,3)	+0,8 (33,3)
Solde de financement des administrations publiques (pourcentages du PIB) <sup>(2)</sup>	0,0	-0,1	-0,1	0,0	+0,2
Dette publique (pourcentages du PIB) <sup>(2)</sup>	+0,2	+1,1	+2,0	+2,2	+1,9

Source: BNB.

(1) En termes réels.

(2) Différences en point de pourcentage.

(3) Les chiffres entre parenthèses sont exprimés en milliers de personnes, mesurés en fin d'année.

Selon la simulation effectuée sur la base des hypothèses exposées ci-dessus, le saut d'index n'aura qu'un effet limité sur la croissance économique durant la période de projection, avec une incidence marginalement négative sur la consommation en 2015 et plus importante en 2016. Les effets de l'amélioration de la compétitivité-coût sur les exportations se feront sentir pleinement surtout après 2016.

Il faut toutefois tenir compte du fait que l'hypothèse d'une croissance zéro du salaire réel est probablement peu réaliste à moyen terme. En d'autres termes, contrairement au scénario proposé ici, il pourrait y avoir une renégociation salariale et une augmentation du salaire réel, qui écorneraient partiellement certains des bénéfices escomptés en termes de compétitivité-coût. Enfin, l'exercice rapporté ici présente le désavantage que la simulation

(1) Jeanfils P. et K. Burggraeve, *Noname – a new quarterly model for Belgium*, Banque nationale de Belgique, Working Paper No. 68, May 2005.

(2) Cornille, D. et B. Robert (2005), « Interdépendances sectorielles et structure des coûts de l'économie belge: une application des tableaux input-output », BNB, *Revue économique*, juin, 33-48.



fait abstraction des anticipations relatives aux développements futurs des agents économiques et que ces derniers peuvent réagir aux mesures annoncées avant leur mise en œuvre. Dans la simulation, chaque réduction graduelle du salaire nominal est vécue comme une surprise tant par les ménages que les entreprises, alors que dans un modèle avec attentes rationnelles, les bénéfices futurs de la mesure en termes de compétitivité et de croissance réelle seront perçus par les agents, qui adapteront alors directement leur comportement, avec pour effet d'accélérer la transmission de la politique de modération salariale à l'économie réelle.

L'Eurosystème, il est seulement tenu compte des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de la clôture de l'exercice. 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 inégale de l'économie mondiale s'est poursuivie au même rythme en 2014. Alors que l'activité a plutôt progressé dans les pays avancés – grâce à une politique monétaire très accommodante et à une consolidation budgétaire plus lente –, la croissance a été décevante dans les économies émergentes. Cette image masque toutefois des évolutions très hétérogènes d'un pays et d'une région à l'autre.

Aux États-Unis, la reprise de l'activité économique semble se renforcer après un tassement temporaire au premier trimestre de l'année en raison des mauvaises conditions météorologiques. Outre l'amélioration sur les marchés du travail et de l'immobilier résidentiel, ainsi que l'atténuation de l'incidence négative des efforts d'assainissement bilanciel consentis par les ménages, la politique monétaire, qui a encore été assouplie durant la majeure partie de 2014, et une consolidation budgétaire plus limitée ont elles aussi contribué à cette relance. Au Japon, l'activité économique s'est nettement repliée au deuxième trimestre de 2014, à la suite d'un relèvement de la TVA en avril, lequel avait certes partiellement conduit à un glissement de la consommation vers le premier trimestre, durant lequel une expansion vigoureuse avait été enregistrée. Alors que la nécessaire consolidation budgétaire pourrait freiner la croissance pendant

les prochaines années, la politique monétaire souple et les meilleures conditions de financement devraient, en revanche, soutenir l'économie. Néanmoins, contre toute attente, l'activité a encore fléchi au troisième trimestre.

Dans la zone euro, le redressement entamé au printemps de 2013 s'est sensiblement ralenti dans le courant de 2014. Au deuxième trimestre, l'économie y a même été quasiment à l'arrêt, la croissance trimestrielle ne dépassant pas 0,1 %. L'incidence des tensions géopolitiques grandissantes et l'essoufflement de la croissance dans certaines des plus grandes économies émergentes ont pesé sur les exportations, mais aussi, au travers d'effets d'incertitude, sur les investissements. L'absence de réformes structurelles fermes dans plusieurs pays importants de la zone euro, qui y a entraîné une nouvelle contraction de la croissance, n'y a peut-être pas été étrangère. On ne prévoit pas encore de net rétablissement de l'activité au deuxième semestre de l'année, et la Commission européenne a dès lors revu sensiblement à la baisse ses perspectives de croissance de la zone euro dans ses projections d'automne. D'après les premières statistiques trimestrielles, la croissance n'a certes pas poursuivi son repli au troisième trimestre, mais celle-ci est restée limitée à un maigre 0,2 %. Le rythme de croissance de l'économie de la zone euro resterait donc faible cette année, avant de progressivement s'accélérer en 2015 et en 2016. Au cours des prochaines années, c'est la demande intérieure qui contribuerait le plus à la croissance, portée notamment par une politique monétaire accommodante, de faibles coûts de financement, de meilleures conditions de crédit, l'atténuation du désendettement et un retour à une politique budgétaire plus neutre. En revanche, la contribution à la croissance des exportations nettes resterait limitée. S'agissant des pays considérés individuellement, l'économie a quelque peu piétiné en Allemagne aux deuxième et troisième trimestres, mais la vigueur du marché du travail et le raffermissement de la demande extérieure devraient soutenir l'activité ces prochaines années. En dépit de la croissance étonnamment positive au troisième trimestre, l'économie française stagne en fait depuis 2011, et, sur

fond de réfrènement des investissements, d'atonie de la consommation privée et de faiblesse des exportations, la croissance ne devrait pas repartir à la hausse avant 2016. En revanche, les pays périphériques de la zone euro connaissent actuellement un mouvement de rattrapage. Tandis que l'Irlande, la Grèce, l'Espagne et le Portugal enregistrent déjà des taux de croissance trimestriels élevés voire très élevés, l'activité devrait peu à peu aussi redémarrer à Chypre.

Parallèlement à la faiblesse de la croissance économique, la reprise sur le marché du travail demeure elle aussi hésitante. On prévoit que le taux de chômage ne reculera que modérément dans la zone euro au cours des prochaines années et qu'il sera toujours supérieur, en 2016, à son niveau d'avant la crise. Bien que les différences entre les États membres restent considérables, le fossé

se réduit cependant grâce à une embellie de la situation dans les pays les plus durement touchés par la crise.

Dans les économies émergentes, la situation diffère sensiblement d'un pays à l'autre, en raison de facteurs tant mondiaux que propres aux pays. Les pays émergents d'Asie – essentiellement la Chine, l'Inde et l'Indonésie – ont affiché une croissance relativement vigoureuse. En revanche, les tensions géopolitiques ont pesé sur l'activité en Russie, et la baisse des prix des matières premières a exercé une incidence négative sur la croissance dans certains pays d'Amérique latine. Malgré une croissance toujours vive, l'économie chinoise s'affaiblit progressivement, notamment à la suite d'une correction sur le marché de l'immobilier résidentiel. Cette dernière, associée à des mesures visant à contenir l'augmentation des crédits dans le secteur financier, devrait encore

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

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

Source: CE.

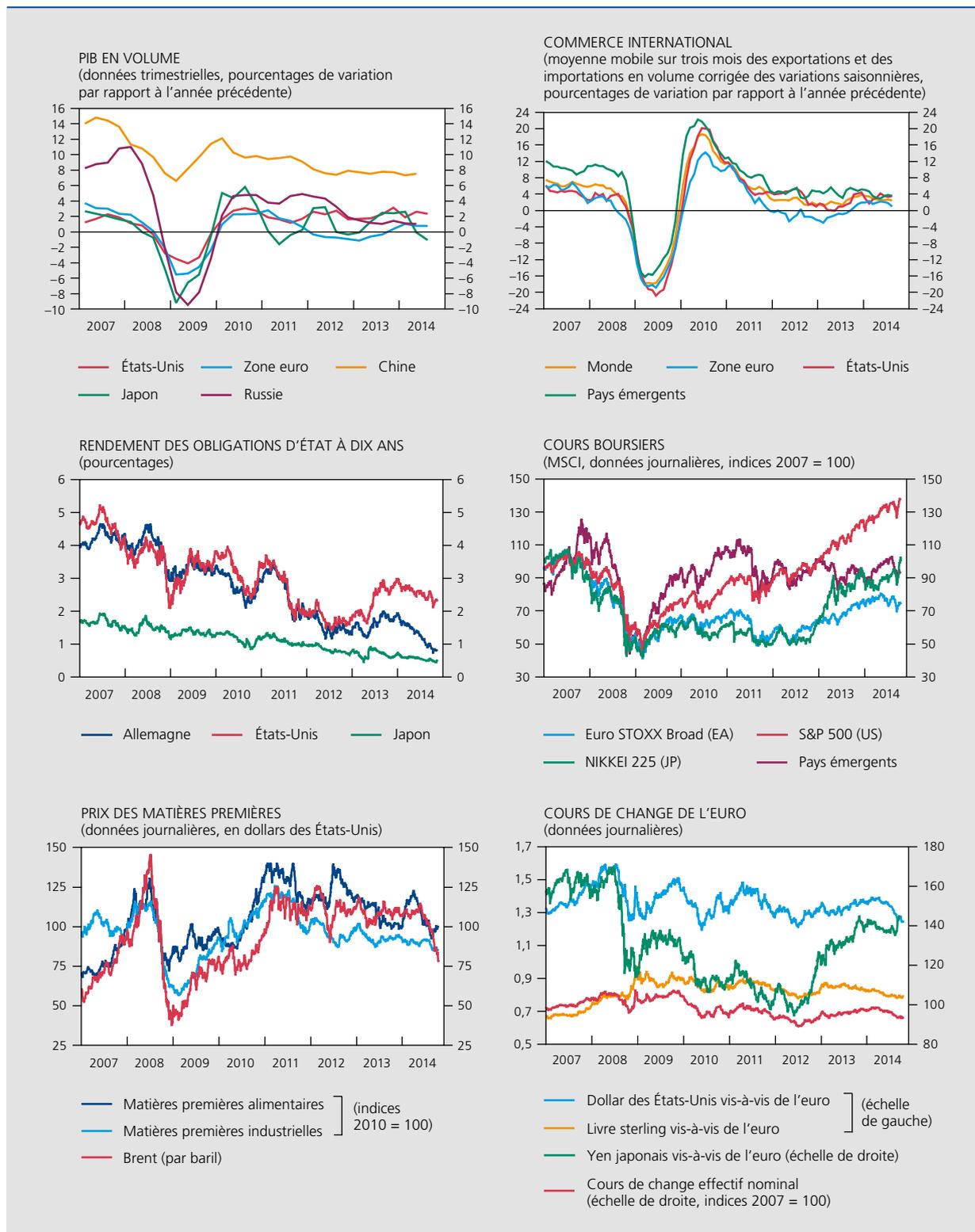
(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

freiner la croissance dans un avenir proche. En Russie, les investissements, déjà atones avant le déclenchement

de la crise avec l'Ukraine, ont notamment été fortement touchés. Il est dès lors attendu que l'économie russe soit

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



Sources : CPB, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

en quasi-stagnation en 2014, avant de se redresser très légèrement par la suite, à mesure que les investissements et les exportations se rétabliront.

Alors que le commerce mondial avait retrouvé un certain dynamisme au deuxième semestre de 2013 après une longue période d'inertie, sa progression s'est à nouveau infléchi durant les premiers mois de 2014. Parallèlement à l'essoufflement de l'activité économique, le rythme de croissance du commerce mondial s'est tassé au début de l'année. C'est dans les économies émergentes d'Asie que le repli a été le plus prononcé, marqué principalement par une diminution sensible des importations en Chine. Outre des facteurs cycliques – notamment le net ralentissement de la croissance des composantes de la demande les plus tributaires du commerce extérieur, comme les investissements des entreprises –, des facteurs de nature plus structurelle sont également à l'origine de ce recul. Par facteurs structurels, on entend souvent un raccourcissement des chaînes de production mondiales, après que celles-ci avaient été étendues durant des années. Les facteurs précités semblent avoir eu pour conséquence de réduire l'élasticité du commerce international par rapport à la croissance économique. Si on prévoit un redémarrage graduel du commerce international, celui-ci se produirait à un rythme plus lent qu'avant la crise.

Sur les marchés financiers, le rendement des obligations d'État à long terme est revenu à de faibles niveaux ou s'y est stabilisé, sur fond de politique monétaire très

accommodante dans les pays avancés. De plus, la perspective d'une longue période de taux d'intérêt très bas a donné lieu à une « quête de rendement » continue (search for yield) de la part des investisseurs, laquelle a été renforcée par la volatilité généralement très faible sur les marchés internationaux. Les cours boursiers ont dès lors continué à grimper en 2014, tandis que les primes de risque sur les obligations d'État assorties de taux d'intérêt élevés, notamment dans les pays périphériques de la zone euro, sont retombées à leurs niveaux les plus bas depuis la crise. Bien que les marchés aient traversé, cette année aussi, des périodes de plus fortes turbulences, notamment en août et en octobre, celles-ci se sont, dans l'ensemble, jusqu'à présent avérées temporaires.

La chute généralisée des prix des matières premières amorcée en 2011 s'est interrompue à la fin de l'année dernière. Alors que les cours du pétrole brut de type Brent et ceux des matières premières industrielles n'ont pas affiché de tendance claire durant les premiers mois de 2014, les prix des denrées alimentaires ont, eux, fortement augmenté, en raison des mauvaises conditions météorologiques dans certains pays et des inquiétudes suscitées par la situation en Ukraine, qui est un important exportateur de céréales. Les cours du pétrole et les prix des denrées alimentaires sont néanmoins repartis à la baisse, respectivement depuis le début de mai et la fin de juin, suivis plus récemment par les prix des matières premières industrielles. Le niveau toujours timide de la demande mondiale joue un rôle, tandis que, pour ce qui est des

## 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, 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 14 novembre 2014. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,25 dollar pour 1 euro. Ce niveau implique une nette dépréciation de l'euro par rapport au niveau moyen de 1,33 dollar affiché en 2013.

Pour les cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. À la mi-novembre 2014, cet indicateur laissait entrevoir qu'après le recul significatif enregistré au cours des derniers mois, le cours du baril de Brent augmenterait progressivement sur l'horizon de projection, passant de 84,6 dollars en moyenne au dernier trimestre de 2014 à 88,9 dollars au dernier trimestre de 2016. En dépit de cette progression, le cours du pétrole

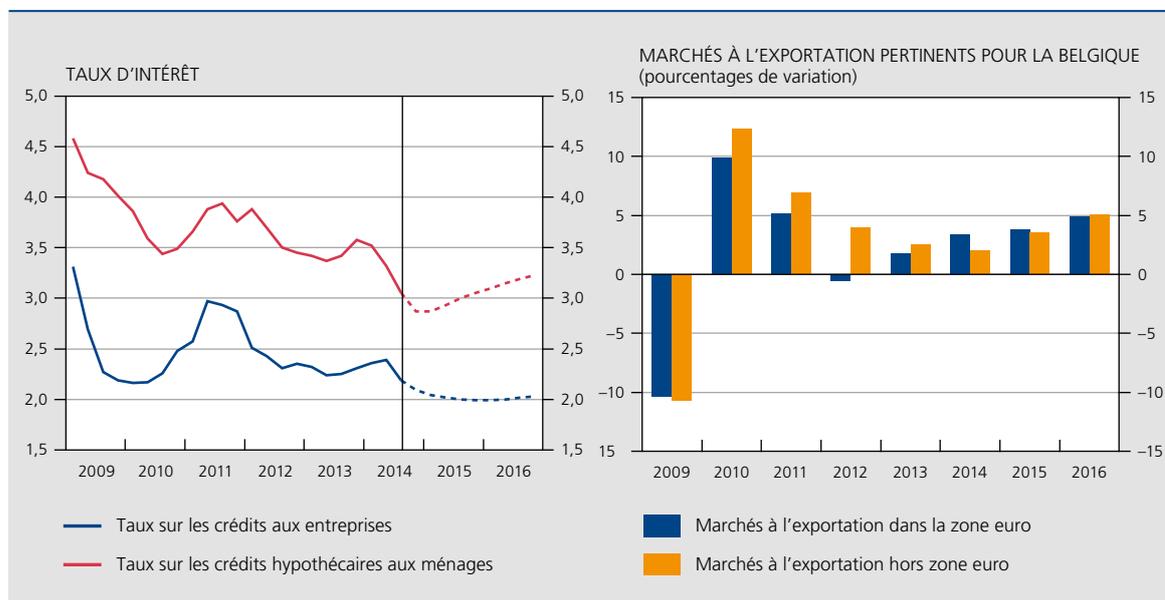


serait à la fin de 2016 nettement inférieur aux niveaux atteints en 2013 et au premier semestre de 2014, ce qui implique une forte révision à la baisse par rapport aux prévisions de printemps.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés à la mi-novembre 2014. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois continuait d'afficher, au dernier trimestre de 2014, un niveau exceptionnellement bas de moins de 10 points de base. Le taux d'intérêt à court terme devrait se maintenir pendant un certain temps encore à ce faible niveau, et il ne remonterait à plus de 15 points de base qu'à la fin de la période de projection. Le niveau du taux d'intérêt à long terme en Belgique devrait également progressivement s'apprécier, passant de 1,3 % au dernier trimestre de cette année à 1,6 % en moyenne en 2016. C'est principalement le taux d'intérêt à long terme qui a été ajusté assez sensiblement à la baisse par rapport aux hypothèses retenues dans le cadre des dernières projections de printemps.

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

(pourcentages)



Source : Eurosysteme.

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. Depuis juin, les révisions de ces taux de détail proposés par les banques sont, de manière générale, de plus faible ampleur. Au dernier trimestre de 2014, le taux hypothécaire moyen s'élèverait à 2,9 % environ, mais il diminuerait de près de 40 points de base dans le courant de 2015 et de 2016. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, resterait quasiment inchangé à un niveau de quelque 2 %.

La croissance économique mondiale pour 2015 et 2016 a été très légèrement revue à la hausse depuis les projections de printemps de juin 2014. En raison de la part moindre du commerce dans la croissance évoquée ci-avant, l'élasticité de la demande d'importations par rapport à la croissance mondiale a été sensiblement révisée à la baisse, et les nouvelles hypothèses en la matière vont de pair avec une demande d'importations en net recul. Dans ce contexte, l'évolution annuelle des débouchés étrangers pertinents pour la Belgique a, elle aussi, été clairement ajustée à la baisse pour l'ensemble de la période de projection. La correction la plus importante a

concerné les débouchés hors zone euro, même si ceux dans la zone euro progresseraient eux aussi moins rapidement que prévu, également en raison du fléchissement marqué enregistré dans la zone euro dans le courant de 2014. L'expansion de ces marchés de débouchés se renforcerait cependant toujours, passant de moins de 3 % en 2014 à près de 5 % en 2016. Dans ce cadre, à partir de 2016, les marchés à l'exportation situés en dehors de la zone euro se développeront à nouveau plus rapidement que ceux à l'intérieur de la zone euro.

#### HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSystème

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2014	2015	2016
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis . . .	1,33	1,25	1,25
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril) . . . . .	101,2	85,6	88,5
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois . . . . .	0,2	0,1	0,1
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge . . . . .	1,7	1,3	1,6
Taux sur les crédits aux entreprises . . . . .	2,3	2,0	2,0
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages . . . . .	3,2	3,0	3,2
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique (en volume)	2,9	3,7	4,9
Prix des concurrents à l'exportation . . . . .	-0,9	1,0	1,4

Source : Eurosystem.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces débouchés, 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 2014, les prix appliqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation baisseraient de 0,9 %, après s'être déjà repliés de 1,7 % en moyenne en 2013. Pour 2015 comme pour 2016, on prévoit néanmoins que les prix seront nettement orientés à la hausse. Pour 2014, il s'agit d'une révision à la hausse par rapport aux prévisions de printemps, qui s'explique notamment par la dépréciation de l'euro, mesurée sur la base du cours de change effectif réel.

Globalement, l'ajustement des hypothèses techniques, financières et internationales par rapport à celles des prévisions de printemps exerce, par solde, une influence baissière de l'ordre de quelque 0,3 point de pourcentage, sur la prévision de croissance pour 2015, et d'environ 0,2 point de pourcentage sur celle de 2016. En effet, l'incidence relativement importante de l'expansion plus modeste des débouchés est seulement partiellement compensée par celles du niveau plus faible des taux d'intérêt, du cours du pétrole plus bas et des prix des concurrents étrangers plus élevés, exprimés en euro meilleur marché.

matières premières industrielles, il s'agit essentiellement de l'inquiétude relative à la contraction de la croissance chinoise. Au niveau de l'offre, les forages de pétrole de schiste en Amérique du Nord et les importantes capacités de réserves en Arabie saoudite ont largement compensé

les interruptions d'approvisionnement survenues à la suite des tensions géopolitiques liées à la Russie, à la Lybie et à l'Irak. Grâce aux bonnes récoltes, l'offre de denrées alimentaires (principalement des céréales) devrait, elle aussi, être élevée cette année.

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

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

	2014 e	2015 e	2016 e
Inflation (IPCH) .....	0,5	0,7	1,3
Inflation sous-jacente <sup>(1)</sup> .....	0,8	1,0	1,3
PIB en volume .....	0,8	1,0	1,5
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL .....	0,8	1,3	1,2
Dépense de consommation finale des administrations publiques .....	0,9	0,5	0,4
Formation brute de capital fixe .....	0,7	1,4	3,2
Exportations de biens et de services .....	3,2	3,2	4,8
Importations de biens et de services .....	3,3	3,7	4,9
Emploi intérieur .....	0,4	0,6	0,5
Taux de chômage <sup>(2)</sup> .....	11,6	11,2	10,9
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques <sup>(3)</sup> .....	-2,6	-2,5	-2,2

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.

En 2014, les variations des cours de change bilatéraux ont en grande partie résulté des anticipations divergentes quant à la politique monétaire des pays concernés. Ainsi, l'euro a commencé à se déprécier vis-à-vis de la livre sterling et du dollar des États-Unis, respectivement à partir de mars et du début de mai, une normalisation plus rapide de la politique monétaire dans ces deux pays par rapport à celle de la zone euro ayant été anticipée.

## 1.2 Estimations pour la zone euro

D'après les projections d'automne de l'Eurosystème, la reprise dans la zone euro, qui s'est amorcée au printemps de 2013, continuerait de gagner en vigueur, mais à un rythme bien plus lent que prévu dans les projections de printemps et dans les projections de septembre de la BCE. En effet, les facteurs déjà à l'origine du net ralentissement aux deuxième et troisième trimestres de cette année continueraient de brider l'activité durant les prochains trimestres. Il s'agit notamment de la persistance de fortes tensions géopolitiques de l'atonie du commerce international, mais aussi du manque d'avancées en matière de réformes économiques dans certains pays de la zone euro. Néanmoins, la croissance s'accélérait au cours des deux années à venir, jusqu'à 1,5 % en 2016.

Contrairement à ce qui a été observé durant la période allant de 2011 à 2013, la demande intérieure deviendrait

de loin le principal moteur de la croissance. Cela induirait également une hausse progressive des importations, qui compenserait en grande partie le redressement des exportations auquel le renforcement attendu de la demande extérieure et un euro déprécié devraient donner lieu. Cette augmentation de la demande intérieure serait notamment soutenue par la politique monétaire accommodante ainsi que par la hausse progressive des revenus dans un contexte de faible inflation. La nécessité de poursuivre la réduction de l'endettement dans de nombreux pays, tant pour les administrations publiques que dans le secteur privé, pèse toutefois toujours sur les perspectives de croissance à plus long terme.

De même, l'inflation qui, depuis les projections de printemps, a poursuivi son repli jusqu'à atteindre un niveau inhabituellement bas, devrait peu à peu remonter, pour avoisiner 1,4 % au dernier trimestre de 2016. Cette évolution est certes attribuable au raffermissement de la demande, mais aussi au renversement de la pression des prix des composantes volatiles, tels que les produits énergétiques, dont les fortes baisses de prix observées au cours des derniers mois ont vivement contenu l'inflation. Ce dernier élément explique pourquoi l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation expurgée de l'évolution volatile des prix des produits énergétiques et des denrées alimentaires, progresserait à un rythme moins soutenu et atteindrait en 2016 un niveau proche de celui de l'IPCH, alors qu'elle était au départ plus élevée.

La reprise sur le marché du travail paraît jusqu'à présent épargnée par l'essoufflement récent de l'activité. La modération salariale et, surtout, les réformes du marché du travail qui ont été mises en œuvre semblent soutenir ce redressement et avoir renforcé le lien entre la croissance économique et celle de l'emploi. Ce dernier devrait dès lors croître encore, et ce de façon un peu plus prononcée, en 2015 et en 2016. Le taux de chômage serait toujours nettement supérieur à son niveau structurel à la fin de la période de projection, en dépit du recul d'un point de pourcentage sur trois ans.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro diminuerait pour revenir à 2,2 % du PIB en 2016. Cette amélioration est essentiellement due à l'embellie conjoncturelle et à la réduction continue 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

La reprise de l'activité économique en Belgique s'est essoufflée plus fortement qu'attendu à partir du deuxième

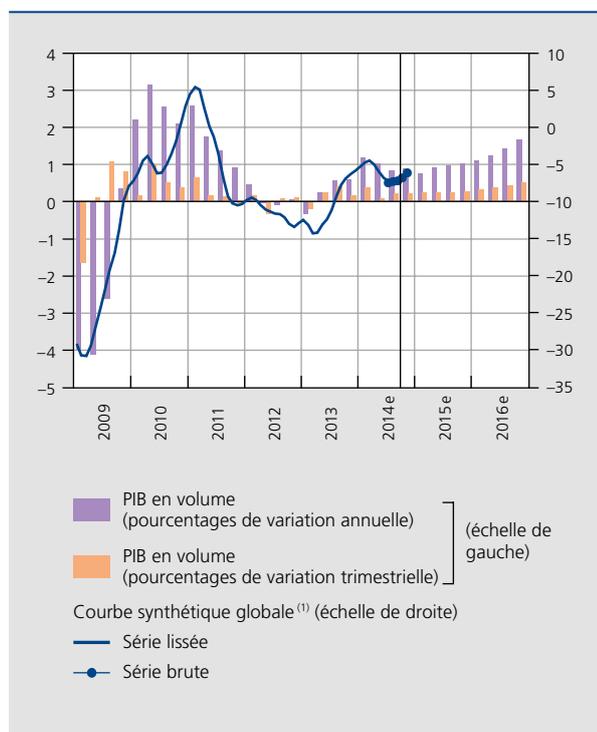
trimestre de 2014. Même si les projections de printemps de la Banque envisageaient déjà une légère diminution de la croissance, les premières statistiques trimestrielles indiquent que, dans les faits, celle-ci s'est repliée de façon beaucoup plus marquée, retombant à 0,1 %. La demande intérieure n'a certes que faiblement fléchi, mais la contribution des exportations nettes à la croissance aurait été fortement négative. En cause, notamment, une série de facteurs spécifiques, tels que l'acquisition, par une société d'armateurs, d'une importante flotte de navires à l'étranger, qui a fait grimper à la fois les investissements des entreprises et les importations. Selon l'estimation la plus récente de l'ICN, l'activité se serait raffermie au troisième trimestre, pour remonter à 0,3 %.

La croissance en Belgique est semblable aux évolutions observées dans l'ensemble de la zone euro. Elle s'est infléchie au deuxième trimestre au sein de cette dernière, surtout en Allemagne, principal partenaire commercial de notre pays, après s'être montrée un peu plus robuste au premier trimestre. S'agissant de l'ensemble de la zone euro, ce ralentissement est davantage imputable à un brusque affaiblissement de la demande intérieure, et plus particulièrement à la diminution du volume des investissements. D'après les premières estimations « flash » d'Eurostat, la zone euro a enregistré une croissance de 0,2 % au troisième trimestre de cette année. En dépit de la volatilité récente des taux de croissance trimestriels et des écarts de croissance entre les différents pays de la zone euro évoqués ci-dessus, les premières analyses font apparaître que la tendance sous-jacente irait dans le sens d'une confirmation de la reprise dans les économies européennes.

La modération observée aux deuxième et troisième trimestres en Belgique est à considérer dans un contexte d'érosion de la confiance des producteurs et des consommateurs. Selon les enquêtes de la Banque, ces deux indicateurs se sont repliés en Belgique depuis le début de 2014. La confiance des consommateurs est depuis lors à nouveau inférieure à sa moyenne de long terme, tandis que celle des producteurs oscille actuellement autour de ce seuil mais semble se rétablir ces derniers mois. Les indicateurs partiels qui présentent la corrélation la plus étroite avec les évolutions économiques à court terme renvoient toutefois une image un peu plus nuancée. Ainsi, les perspectives d'emploi des personnes sondées aux fins de l'enquête sur la confiance des consommateurs ne se révèlent en fin de compte pas plus médiocres qu'au début de l'année et demeurent plus proches de leur moyenne de long terme. Pour ce qui est de la confiance des producteurs, c'est avant tout l'évolution des prévisions relatives à la demande dans l'industrie manufacturière qui revêt de l'importance. Bien qu'elles aient également baissé, elles

**GRAPHIQUE 2** ÉVOLUTION DU PIB ET DE L'INDICATEUR DE CONJONCTURE

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

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

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

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

Sources: ICN, BNB.

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

semblent renouer ces derniers mois avec un niveau bien supérieur à leur moyenne de long terme.

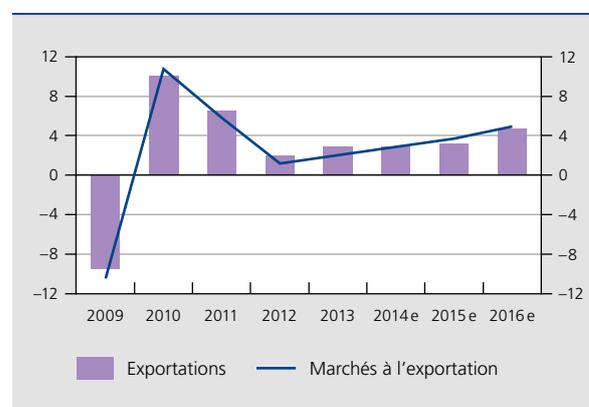
Les modèles de prévision à court terme ou de prévision immédiate utilisés à la Banque, tel le modèle BREL, décrit dans la Revue économique de juin 2014, donnent dès lors à penser que la croissance resterait pratiquement identique au dernier trimestre de 2014. Sur une base annuelle, celle-ci ressortirait globalement à 1 % en 2014. En raison notamment d'un effet de niveau plus faible que prévu, elle se cantonnerait pratiquement à ce même rythme en 2015. Il faudrait attendre 2016 pour que, grâce notamment à l'incidence positive de l'amélioration de la compétitivité-coût sur les exportations, la croissance annuelle soit supérieure à la croissance potentielle et atteigne 1,4 %.

En termes annuels, tant la demande intérieure, hors variation des stocks, que les exportations nettes apportent une contribution notable à l'expansion de l'activité en 2014. Dans le cas des secondes, cette contribution est exclusivement le résultat d'un important effet de niveau positif de l'année précédente : en cours d'année, les exportations devraient en effet augmenter plus modérément que les importations. La contribution positive de ces deux composantes de la demande est largement compensée par l'ampleur de la contribution négative de la variation des stocks à la croissance, qui résulte elle aussi uniquement d'un effet de niveau provenant des évolutions recensées jusqu'au deuxième trimestre de 2014, qui est le dernier

pour lequel des statistiques trimestrielles détaillées sont disponibles. Cette contribution négative de la formation des stocks à la croissance suggère que les entreprises, probablement sous l'influence de l'incertitude à nouveau grandissante, ont réduit leur production plus fortement que la demande intérieure et la demande extérieure ne se sont contractées. Bien qu'il ne soit pas exclu qu'elles ralentissent la réduction de leurs stocks ou accélèrent la formation de ceux-ci dans un avenir proche, les hypothèses techniques retenues pour tous les trimestres à

**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.

partir de 2015 tablent 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, les exportations nettes devraient encore grever l'expansion annuelle de l'activité. Comme l'évoque l'encadré 1 et le commente la partie 4, la croissance des coûts salariaux par unité produite serait freinée par la forte modération salariale et, en 2016, par la baisse des cotisations sociales. Il en résulterait une nette amélioration de la compétitivité, qui entraînerait à son tour les exportations à la hausse. L'évolution, dans les projections, des parts de marché des entreprises exportatrices belges l'illustre clairement. Selon les comptes nationaux et les statistiques existantes relatives à la croissance de la demande d'importations des partenaires commerciaux, ces entreprises ont récemment, c'est-à-dire entre 2011 et 2013, vu leurs parts de marché s'accroître en termes réels. Dans une perspective à plus long terme, l'économie belge perd cependant des parts de marché de manière tendancielle, essentiellement en raison de différences en matière de compétitivité à attribuer non seulement à des facteurs liés aux coûts, mais aussi à des facteurs hors coûts. Les présentes projections d'automne considèrent que ces pertes iront en s'amenuisant et que, dans le courant de 2016, elles pourraient même se muer en légers gains sur une base trimestrielle. Dès lors, mais aussi du fait du renforcement de la demande d'importations de la part des partenaires commerciaux, la croissance des exportations

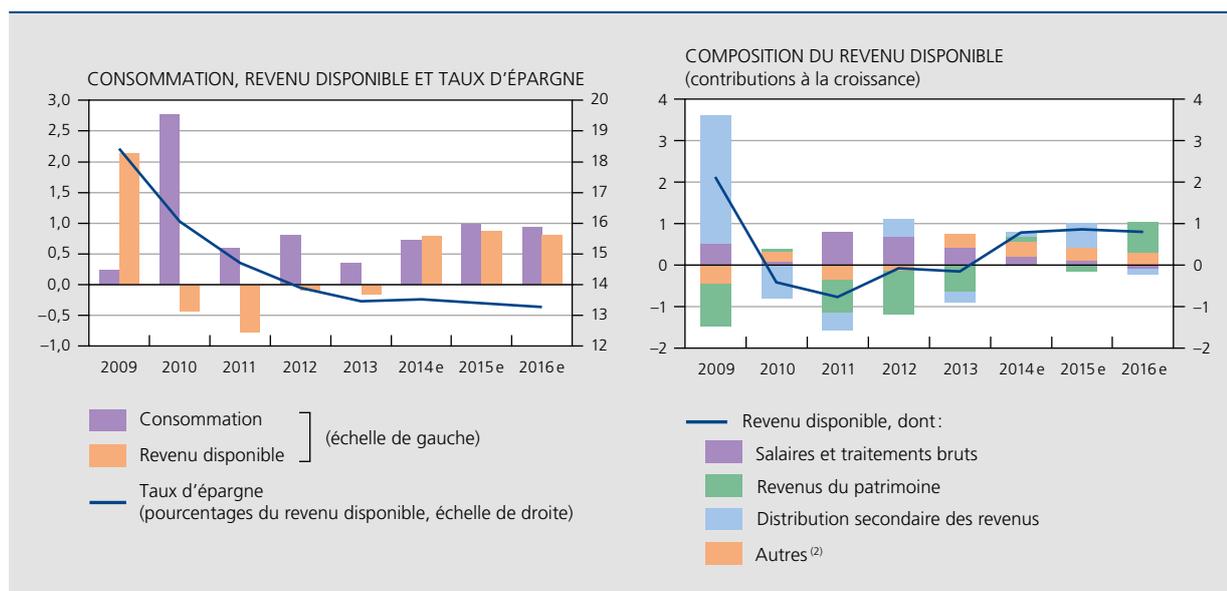
belges exprimées en volume augmenterait, pour atteindre 4,7 % d'ici 2016.

Dans la mesure où la progression des importations serait plus lente, à la faveur notamment de l'amélioration de la compétitivité sur l'horizon de projection, les exportations nettes s'affermiront progressivement. En 2016, les exportations nettes apporteront déjà une contribution de 0,2 point de pourcentage à la croissance annuelle. La hausse sensible de cette contribution, par rapport à 2015, est à l'origine du net renforcement de la croissance durant la dernière année de la période de projection.

D'après les prévisions, la contribution à la croissance de la demande intérieure, hors stocks, demeurerait en revanche relativement inchangée sur l'horizon de projection. La croissance annuelle de la consommation privée, principale composante de la demande intérieure, serait même largement supérieure, durant les deux prochaines années, à celle de 2014, malgré une baisse minime en 2016.

Le redressement de la consommation privée s'explique avant tout par celui du revenu disponible. Ces quatre dernières années, celui-ci a affiché une croissance négative en termes réels, principalement en raison de la nette contraction des revenus du patrimoine, mais, sur l'horizon de projection, il gonflerait de 0,8 % en moyenne par an. La hausse des revenus du travail est très largement bridée par

**GRAPHIQUE 4 CONSUMMATION PRIVÉE, REVENU DISPONIBLE<sup>(1)</sup> ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS**  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, données en volume, 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).

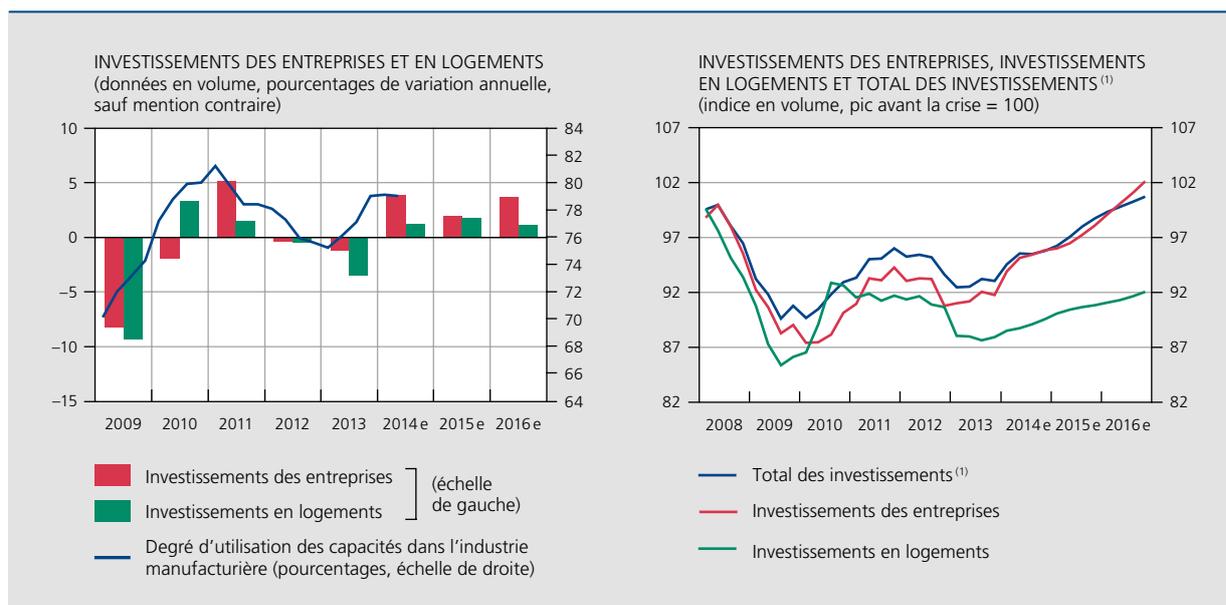
la faiblesse de la croissance des salaires nominaux et découle donc essentiellement de l'augmentation estimée du nombre moyen d'heures ouvrées et de l'emploi. En 2016, les revenus du travail présenteraient même une progression négative, en raison, entre autres, du saut d'index, qui sera cependant largement compensée par les autres sources de revenu. Ainsi, les revenus du patrimoine, qui déclineront encore légèrement en 2015, grimperont fortement en 2016, sous l'influence du relèvement des taux postulé par les hypothèses techniques. En dépit des mesures de consolidation prises par les pouvoirs publics, la distribution secondaire des revenus soutient également la hausse du revenu disponible. En 2015, cela découle notamment de l'augmentation des frais professionnels déductibles des revenus imposés à l'IPP. En 2016, l'élargissement de cette mesure est amplement compensée par d'autres facteurs tels que les économies dans la sécurité sociale.

Selon les projections actuelles, la consommation privée devrait s'accroître à un rythme légèrement plus élevé que le revenu disponible tant en 2015 qu'en 2016, ce qui fera encore baisser le taux d'épargne. Cela résulte de deux mouvements jouant en sens inverses. D'une part, une proportion relativement plus large des revenus du patrimoine sont épargnés, si bien que la part croissante de ces revenus dans le revenu total des ménages, surtout en 2016, devrait en principe accroître le taux d'épargne. D'autre part, comme l'indique l'encadré 1, les ménages n'adaptent leur profil de consommation au recul de la

croissance des revenus du travail qu'avec un certain décalage. Ce second effet, qui grève le taux d'épargne, pèse davantage d'après les projections actuelles. En conséquence, le taux d'épargne des particuliers retomberait en 2016 à un étiage historique de 13,3 %, soit à peine plus que le niveau moyen dans la zone euro, alors que la propension à épargner des particuliers belges était auparavant largement supérieure à cette moyenne.

En ce qui concerne les investissements, les prévisions tablent sur une lente progression des investissements en logements sur l'ensemble de la période de projection. Après un brusque repli ces dernières années, ces investissements enregistrent à nouveau, depuis le dernier trimestre de 2013, une croissance réelle positive. Aucun élément ne devrait *a priori* venir plomber cette reprise naissante. Bien que la confiance générale des consommateurs se soit fortement érodée depuis le début de 2014, les indicateurs partiels pertinents, parmi lesquels les perspectives en matière de chômage des consommateurs, ne se sont, comme on l'a évoqué ci-dessus, globalement pas détériorés de manière significative. L'importante réforme du bonus-logement dans l'une des régions est susceptible d'induire quelques fluctuations dans le profil temporel de ces investissements (même s'il est probable qu'elles se manifesteront davantage sur le marché secondaire), mais elle ne devrait avoir qu'une incidence relativement limitée sur leur croissance tendancielle. À la fin de 2016, les investissements en logements devraient, en volume,

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS PRIVÉS



Sources : ICN, BNB.

(1) Englobe également les investissements publics.

toujours afficher un niveau inférieur de près de 8 % à celui qui était le leur avant la grande récession.

Les investissements des entreprises enregistreraient une croissance en volume bien plus vive sur l'horizon de projection. En 2015, leur rythme d'expansion déclinerait quelque peu, retombant à environ la moitié de celui de 2014. Ce ralentissement tient au fait qu'en 2014, ces investissements ont largement bénéficié d'un facteur spécifique, à savoir l'acquisition, par une société d'armateurs, de plusieurs navires. Les présentes projections impliquent que les investissements des entreprises, exprimés en volume, afficheront dès la fin de 2016 un niveau nettement supérieur à celui d'avant la grande récession. Cette croissance relativement robuste bénéficie des perspectives plus optimistes en matière de demande qui apparaissent lorsque la conjoncture se redresse. De plus, depuis le début de l'année, le taux d'occupation des capacités de production dans l'industrie manufacturière est à nouveau légèrement supérieur à la moyenne de long terme. Aussi, une demande ascendante générera-t-elle, outre des investissements de remplacement, de plus en plus d'investissements d'extension. Les possibilités de financement des entreprises sont également favorables : les possibilités de financement interne sont soutenues par la hausse de l'excédent brut d'exploitation, tandis que les conditions de crédit appliquées au financement externe ont encore été assouplies depuis le début de l'année, si on en croit

l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et que les entreprises présentent des positions de liquidité solides d'après les comptes financiers.

En dépit des efforts de consolidation, la consommation des administrations publiques continuerait d'augmenter sur l'horizon de projection, mais son rythme se ralentirait cependant, affichant à peine 0,4 % en volume, grâce, surtout, au saut d'index. Les investissements des administrations publiques, qui s'étaient contractés en termes réels l'année dernière sous l'effet du cycle électoral, devraient repartir à la hausse à compter de 2014.

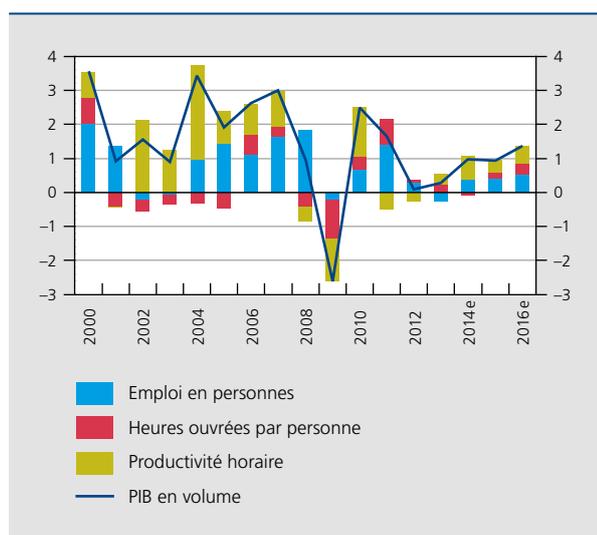
### 3. Marché du travail

Comme c'est toujours le cas lors d'une phase de redressement, la productivité par heure ouvrée se raffermirait à un rythme relativement constant, quoique modéré. Dans le même temps, l'accroissement de l'activité durant la période de projection s'accompagnerait d'un gonflement du volume de travail. La durée moyenne de travail diminuerait encore légèrement en 2014, comme l'attestent les statistiques déjà disponibles pour les trois premiers trimestres. Cette baisse tient, d'une part, au recours accru des employeurs à des instruments de flexibilité tels que les contrats temporaires de courte durée – reflétant leurs réticences à procéder à des engagements fermes à l'aube de la reprise – et, d'autre part, à une réduction sensible de la durée moyenne de travail au deuxième trimestre de 2014, notamment dans les branches de l'industrie et de la construction, qui n'est corrigée que partiellement sur le reste de l'année. Les deux prochaines années, cette durée moyenne de travail s'allongerait légèrement et, en 2016, elle retrouverait le niveau qui était le sien avant la grande récession. Tel ne sera néanmoins pas le cas si on ne prend en compte que les salariés : en 2016, leur durée de travail moyenne serait encore inférieure à ce qu'elle était en 2008.

Ceci devrait se traduire par des créations nettes d'emplois pour environ 62 000 personnes entre 2014 et 2016. Sur l'ensemble de l'année 2013, l'emploi avait reculé de 0,3 %, en dépit de sa progression au cours des deux derniers trimestres de celle-ci. La croissance de l'emploi augmenterait pendant la période de projection, non seulement en raison du rebond de l'activité en 2016, mais aussi parce que les mesures que le gouvernement a prises en vue de maîtriser les coûts salariaux rendent le facteur de production travail relativement meilleur marché. À cet égard, il convient de rappeler que l'impact de ces mesures sur l'économie réelle ne sera ressenti qu'avec un certain décalage. Les retombées positives de celles-ci, notamment sur l'emploi, seront en principe

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

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



Sources : ICN, BNB.

encore plus significatives au terme de la période de projection.

L'emploi dans les branches sensibles à la conjoncture devrait au total renouer avec la croissance, certes modestement au départ, mais celle-ci devrait se raffermir jusqu'en 2016 pour apporter le soutien le plus important à la création d'emplois. La branche largement subventionnée des « autres services » (surtout les soins de santé et l'action sociale) devrait elle aussi encore amplement contribuer à la hausse de l'emploi sur l'horizon de prévision. Le système des titres-services devrait également continuer de soutenir la création d'emplois. Cependant, son rythme de croissance devrait être plus modéré que précédemment en raison, d'une part, des effets de saturation progressive de la demande et du relèvement du coût horaire pour les utilisateurs et, d'autre part, des difficultés de recrutement que rencontrent les prestataires de ces services. En revanche, les effectifs dans la branche « administration publique et enseignement » devraient se contracter. Cette situation résulte

des mesures budgétaires de non-remplacement d'une partie du personnel des administrations publiques ayant atteint l'âge de la retraite. Ce mouvement est appelé à se renforcer, conformément aux économies de personnel annoncées dans les accords de gouvernement pour les années à venir. Enfin, le travail indépendant soutiendrait, comme par le passé, l'évolution de l'emploi, affichant un taux de croissance d'environ 1 % entre 2014 et 2016, ce qui représente entre 7 000 et 9 000 travailleurs supplémentaires chaque année. Le rythme de progression du nombre d'indépendants restera dès lors sensiblement supérieur à celui des salariés, nonobstant la hausse de ce dernier.

Bien que la croissance de la population en âge de travailler se soit fortement ralentie depuis 2013 et que, selon les prévisions démographiques les plus récentes, elle resterait en moyenne plus ou moins au même niveau durant la période de projection, la population active grossirait plus vivement en raison du relèvement du taux de participation. Elle devrait croître d'environ 32 000 personnes

**TABLEAU 4** OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(données corrigées des effets de calendrier; moyennes annuelles, sauf mention contraire)

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
	(pourcentages de variation)			
Volume de travail .....	-0,1	0,3	0,6	0,8
Emploi intérieur en personnes .....	-0,3	0,4	0,4	0,5
	(variations en milliers de personnes)			
Emploi intérieur .....	-12,4	17,9	19,3	25,2
<i>p.m. Variation en cours d'année<sup>(1)</sup></i> .....	12,2	24,0	17,8	32,1
Travailleurs .....	-19,1	10,8	11,5	16,3
Branches sensibles à la conjoncture .....	-23,4	1,5	7,0	12,0
Administration publique et enseignement .....	2,2	-0,4	-5,4	-4,2
Autres services .....	2,1	9,8	9,9	8,5
<i>p.m. Titres-services</i> .....	8,5	5,2	4,0	3,4
Indépendants .....	6,7	7,1	7,8	8,9
Travailleurs frontaliers .....	-0,7	-0,1	0,0	0,0
Emploi national .....	-13,0	17,8	19,3	25,2
Demandeurs d'emploi inoccupés .....	24,6	13,7	55,5	-6,4
<i>p.m. Variation en cours d'année<sup>(1)</sup></i> .....	-20,2	-1,4	58,3	-14,3
Population active .....	11,5	31,5	74,8	18,7
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé<sup>(2)</sup></i> .....	8,4	8,5	8,8	8,7

Sources: ICN, ONEM, BNB.

(1) Différence entre le quatrième trimestre de l'année considérée et le quatrième trimestre de l'année précédente.

(2) Pourcentages de la population active.

en 2014. La hausse de l'emploi attendue ne sera pas suffisante pour compenser celle de la population active, de sorte que le chômage continuera de grimper en 2014, mais toutefois moins vivement qu'en 2013 puisqu'il y aurait 14 000 demandeurs d'emploi supplémentaires, contre 25 000 en 2013. La barre des 600 000 chômeurs en moyenne annuelle serait néanmoins presque franchie. Le taux de chômage harmonisé augmenterait encore légèrement, à 8,5 %, soit le niveau le plus élevé depuis 2005.

L'élargissement plus marqué de la population active attendu pour 2015 s'explique principalement par une mesure prise par le gouvernement fédéral, à savoir la suppression du statut de chômeur âgé dispensé de recherche d'emploi. En effet, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015, ces chômeurs (au nombre de 56 000 au troisième trimestre de 2014 selon l'ONEM) seront considérés comme des demandeurs d'emploi ordinaires soumis aux obligations de recherche active d'emploi et bénéficieront à terme de l'accompagnement des services publics de l'emploi (SPE) dans leurs démarches. De ce fait, ce groupe réintègre la population active, entraînant un rebond du taux de chômage à 8,8 %.

Ce n'est qu'en 2016 que la croissance de l'emploi serait suffisante pour faire reculer le taux de chômage, qui retomberait à 8,7 %, mais demeurerait toujours supérieur au niveau élevé de 2013. Bien que le taux de chômage dans la zone euro dans son ensemble serait encore supérieur de deux points de pourcentage en 2016, il affiche néanmoins une baisse sensible sur l'horizon de projection (cf. tableau 2).

## 4. Prix et coûts

Les projections pour les coûts salariaux sont marquées 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. En effet, le gel des salaires conventionnels réels est supposé perdurer sur l'ensemble de l'année 2014, conformément aux dispositions du projet d'accord interprofessionnel pour la période 2013-2014 imposé par le gouvernement. La politique de modération des coûts salariaux devrait se maintenir et s'accroître au cours de la période 2015-2016. Cela se traduit d'abord par la poursuite du gel des salaires conventionnels réels, qui devrait néanmoins s'accompagner de modestes hausses réelles dues au glissement des salaires en réponse à l'apparition graduelle de tensions sur plusieurs segments du marché du travail dans un contexte de reprise économique. Cependant, les facteurs qui participent le plus à la modération salariale sont la suspension temporaire des mécanismes d'indexation et l'incidence indirecte de celle-ci sur l'inflation. En outre, à partir de 2016, les mesures annoncées d'abaissement des cotisations patronales à la sécurité sociale devraient contribuer au repli des coûts salariaux. Ces réductions, de l'ordre de 960 millions d'euros, correspondent à un réaménagement des mesures prévues initialement par le « Pacte pour la compétitivité et l'emploi » de novembre 2013. Ainsi, les mesures programmées pour 2015 n'entreraient en vigueur qu'en 2016, tout en étant significativement renforcées par des mesures auparavant planifiées pour 2017. Cependant, certaines de ces dispositions se traduisent par des diminutions du précompte professionnel qui ne sont pas prises en compte dans le

**TABLEAU 5** INDICATEURS DE PRIX ET DE COÛTS

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

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
Coûts salariaux dans le secteur privé				
Coûts salariaux par heure ouvrée	2,4	0,8	0,6	0,2
dont indexation	1,9	0,7	0,2	0,2
Productivité du travail <sup>(1)</sup>	0,2	0,5	0,3	0,5
Coûts salariaux par unité produite	2,2	0,3	0,3	-0,2
Déflateur du PIB	1,5	0,6	0,9	1,0
IPCH	1,2	0,6	0,8	1,2
Indice-santé	1,2	0,4	0,7	1,1
Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(2)</sup>	1,4	1,5	1,3	0,9

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.

calcul des coûts salariaux selon la définition des comptes nationaux.

La décision du nouveau gouvernement fédéral d'imposer un saut d'index de 2 % en 2015 affecte directement les coûts salariaux. Même si certaines indexations devraient encore avoir lieu en raison des modalités spécifiques des mécanismes qui sont mis en œuvre et qui, pour certains, donnent lieu à une suspension graduelle des indexations, l'effet de celles-ci sur la croissance salariale serait très limité. De plus, le saut d'index vient consolider l'incidence sur l'évolution des salaires de la moindre progression de l'indice-santé, à 0,4 % en 2014 – contre 2,7 % en 2012 et 1,2 % en 2013 –, notamment à la suite de l'abaissement de la TVA sur l'électricité pour les particuliers au 1<sup>er</sup> avril 2014 prévu par le Pacte pour la compétitivité et l'emploi.

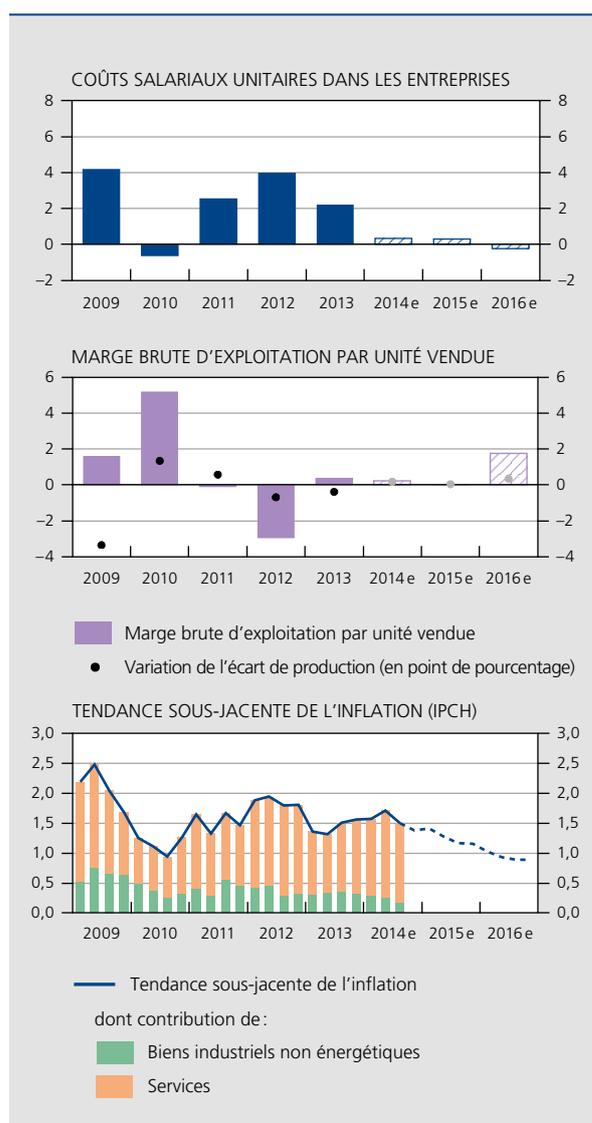
Au total, les coûts salariaux nominaux devraient décélérer sensiblement, leur croissance retombant de 2,4 % en 2013 à 0,8 % en 2014, pour chuter à 0,6 % en 2015 et à 0,2 % en 2016. Combiné au redressement progressif des gains de productivité du travail, ce ralentissement influence avantageusement les perspectives d'évolution des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé. Leur croissance est en repli rapide depuis le pic de 4 % enregistré en 2012, et ces coûts devraient même baisser de 0,2 % en 2016. Il en découle que la compétitivité-coût au niveau des salaires des entreprises belges par rapport à celle observée dans les trois principaux pays partenaires de la Belgique, à savoir l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, devrait s'améliorer au cours de la période 2014-2016, et surtout en 2016.

Comme l'explique l'encadré 1, l'évolution des coûts de la main-d'œuvre devrait se refléter graduellement dans la formation des prix, et plus particulièrement dans la tendance sous-jacente de l'inflation, qui exclut les prix des produits alimentaires et des produits énergétiques. Celle-ci se caractérise pourtant par une certaine rigidité à la baisse en Belgique, et elle devrait d'ailleurs encore afficher un taux moyen de 1,5 % en 2014. De premiers signaux de ralentissement sont cependant apparus ces derniers mois, qui devraient s'accroître en 2015, de sorte que l'inflation s'établirait à 1,3 % en moyenne sur l'ensemble de l'année. La tendance sous-jacente de l'inflation reviendrait peu à peu à moins de 1 % en 2016.

Le contexte d'une reprise économique encore relativement atone, peu propice à un rétablissement des marges des entreprises, qui se sont pourtant nettement réduites depuis 2011, devrait en effet favoriser la transmission de la modération salariale à la formation des prix. Ces marges ne s'élargiraient qu'en 2016, même si cela tiendrait principalement au ralentissement de la transmission

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

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



Sources : CE, BNB.

aux prix de la modeste hausse des salaires et de la forte baisse des cotisations sociales.

Globalement, l'inflation mesurée par l'IPCH s'établirait à 0,6 % en 2014, contre 0,5 % dans la zone euro. La hausse des prix est donc en nette régression par rapport aux années précédentes puisque l'inflation avait atteint 3,4 % en 2011 et 2,6 % en 2012. Cette décélération de l'inflation totale découle des fluctuations des prix des produits alimentaires et, surtout, des produits énergétiques. Ces derniers s'inscrivent en retrait à un an d'écart depuis le début de 2013. Les projections actuelles tablent sur une diminution de 5,9 % en 2014 par rapport à 2013, année durant laquelle ces prix s'étaient déjà tassés de

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

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
<b>Ensemble des administrations publiques</b>				
Recettes .....	51,5	51,0	50,9	50,8
Recettes fiscales et parafiscales .....	44,8	44,7	44,9 <sup>(1)</sup>	44,8
Autres .....	6,7	6,3	6,0	6,0
Dépenses primaires .....	51,2	51,2	50,6	50,1
Solde primaire .....	0,3	-0,2	0,4	0,7
Charges d'intérêts .....	3,2	3,1	2,8	2,8
<b>Besoin (-) ou capacité de financement .....</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,1</b>
<i>p.m. Effet des facteurs non récurrents .....</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<b>Solde de financement par sous-secteur</b>				
Pouvoir fédéral .....	-2,4	-2,8	-2,1	-1,7
Sécurité sociale .....	-0,1	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions .....	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3
Pouvoirs locaux .....	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1

Sources: ICN, BNB.

(1) La hausse des recettes fiscales et parafiscales en 2015 résulte largement de changements d'ordre statistique liés à la sixième réforme de l'État. Ces facteurs, neutres au niveau du solde de financement, augmentent les recettes parafiscales de plus de 1,3 milliard d'euros, soit 0,3 % du PIB.

4,6 % en moyenne. Même si l'ampleur de la contraction devrait progressivement se réduire, des taux de croissance négatifs à un an d'écart sont encore attendus jusqu'au troisième trimestre de 2015, avec un recul moyen sur l'année de 2,8 %. Les prix des produits énergétiques devraient cependant à nouveau afficher une croissance positive en 2016.

La dissipation progressive de la baisse des prix des produits énergétiques pendant la période de projection, de même que l'accélération du renchérissement des produits alimentaires, expliquent pourquoi l'inflation augmenterait néanmoins, passant du niveau actuel inhabituellement faible, à un peu plus de 1 % en 2016, et ce en dépit de l'effritement de la tendance sous-jacente de l'inflation.

## 5. Finances publiques

### 5.1 Solde de financement

Selon les estimations les plus récentes, à politique inchangée, les finances publiques devraient clôturer l'année 2014 sur un déficit de 3,2 % du PIB. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-avant, ce déficit reviendrait à 2,5 % et 2,1 % du PIB respectivement en

2015 et en 2016, soit des niveaux supérieurs aux objectifs de déficit nominal fixés par les autorités belges au début d'octobre pour ces deux années, à savoir 2,1 % et 1,3 % du PIB.

La détérioration du solde de financement en 2014 est exclusivement imputable à la baisse des recettes en pourcentage du PIB. L'amélioration de ce solde en 2015 et en 2016 est dans une large mesure attribuable aux mesures de consolidation prises par les gouvernements fédéral et régionaux. Ces mesures visaient essentiellement à réduire les dépenses publiques. Les charges d'intérêts diminueraient encore en 2014 et en 2015, mais se stabiliseraient en 2016.

Les déficits toucheraient principalement le pouvoir fédéral. La sécurité sociale s'afficherait en équilibre, la dotation qu'elle reçoit du pouvoir fédéral visant précisément à atteindre ce résultat. Les communautés et régions et les pouvoirs locaux accuseraient de légers déficits.

### 5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques exprimées en pourcentage du PIB se contracteraient de 0,5 point de pourcentage en 2014 et de 0,1 point supplémentaire en 2015 comme en 2016. L'évolution des recettes marque

ainsi un changement de tendance par rapport à la hausse continue enregistrée entre 2009 et 2013.

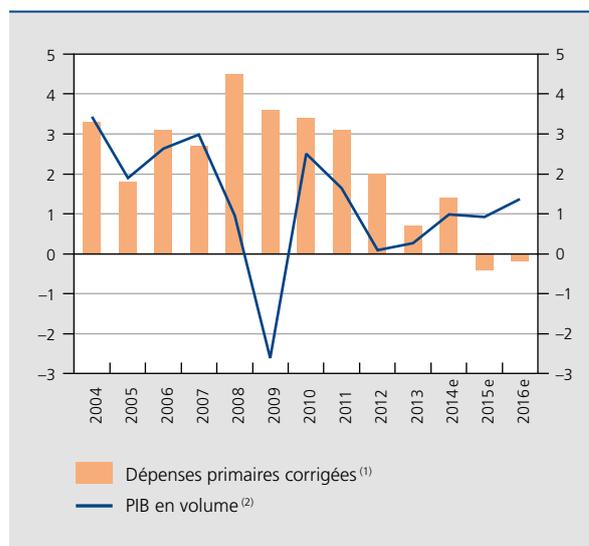
Le tassement des recettes en 2014 est essentiellement la conséquence de l'amenuisement des revenus que l'État perçoit auprès de diverses institutions financières. Des facteurs temporaires participent également à la modération des recettes : en 2013, les recettes fiscales avaient été dopées par les rentrées exceptionnelles provenant de la régularisation fiscale et par l'effet d'anticipation de la mesure portant sur les bonis de liquidation, tandis qu'en 2014 seule la régularisation fiscale produit des rentrées exceptionnelles. En outre, l'impôt des sociétés est amputé d'importants remboursements en faveur de quelques entreprises. Au contraire, les mesures fiscales et parafiscales structurelles sont globalement favorables aux recettes des administrations publiques, à hauteur de 0,1 % du PIB. Les éléments les plus importants concernent les majorations d'accises et l'amointrissement des déductions pour intérêts notionnels dont les sociétés bénéficient à la suite de l'infléchissement des taux d'intérêt de référence. Plusieurs mesures touchant au capital ou aux revenus qu'il rapporte, notamment la *fairness tax* – d'application à certaines sociétés dont les bénéficiaires distribués sont supérieurs à la base d'imposition de l'impôt des sociétés – et une majoration de la taxe sur les dépôts d'épargne, gonflent également les recettes. Toutefois, d'autres mesures, comme l'abaissement de la TVA sur l'électricité et de nouveaux allègements des cotisations sociales, rabotent les rentrées et compensent en partie l'effet des mesures génératrices de revenus supplémentaires.

En 2015, le saut d'index et la modération salariale auront des effets négatifs sur les recettes fiscales et parafiscales puisqu'il n'y aura pas de prélèvements sur la partie qui aurait été indexée. L'impôt des personnes physiques, en particulier, subirait un fort ralentissement, renforcé par la hausse de la déduction pour les frais professionnels forfaitaires. Par ailleurs, les rentrées liées à la régularisation fiscale devraient entièrement disparaître. Seul l'impôt des sociétés bénéficierait d'une embellie, à la suite de l'amélioration de la rentabilité des entreprises, de la taxation des intercommunales et de la nouvelle contraction des déductions pour intérêts notionnels résultant de la poursuite de la diminution du taux d'intérêt de référence utilisé et des restrictions sur l'usage de ce système par les banques. En outre, la perception avancée de taxes sur l'épargne assure des recettes additionnelles. Les recettes non fiscales et non parafiscales continueraient également de décroître, principalement sous l'effet de l'affaiblissement des rémunérations versées par les banques pour les garanties octroyées par l'État.

En 2016, la poursuite de la politique salariale restrictive contribuerait toujours à freiner les recettes fiscales et

## 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.

parafiscales. Par ailleurs, les mesures structurelles de réduction des coûts salariaux par le biais des cotisations patronales et la nouvelle augmentation des frais professionnels déductibles écorneraient les recettes fiscales et parafiscales. Par contre, les mesures en matière d'accises les alourdiraient, de même que le repli attendu du taux d'intérêt de référence utilisé pour le calcul des déductions pour intérêts notionnels. La baisse des dividendes versés par les institutions financières comprimerait encore quelque peu les recettes non fiscales et non parafiscales.

### 5.3 Dépenses primaires

Rapportées au PIB, les dépenses primaires se stabiliseraient en 2014, avant de régresser très nettement les deux années suivantes. En termes nominaux, le rebond des dépenses serait donc globalement inférieur à celui de l'activité économique.

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 progresseraient de 1,4 % en 2014, excédant ainsi de peu la croissance du PIB en volume. Les dépenses corrigées du pouvoir fédéral et des pouvoirs locaux ne grimperaient guère après avoir

diminué l'année précédente. En revanche, les dépenses des communautés et régions et de la sécurité sociale s'inscriraient en hausse de près d'un point de pourcentage de plus que l'activité économique. Pour la sécurité sociale, il s'agirait d'un mouvement principalement imputable aux pensions.

La projection des dépenses primaires pour 2015 et 2016 est étroitement liée aux mesures d'économie décidées par les nouveaux gouvernements constitués depuis les élections du 25 mai 2014. Le recul anticipé des dépenses corrigées, de 0,4 % en 2015 et de 0,1 % en 2016, s'explique notamment par l'absence d'indexation des prestations sociales et des salaires de la fonction publique en raison du saut d'index et de la faible inflation. Ces évolutions des dépenses primaires, largement inférieures à la croissance économique attendue, renforceraient la tendance à la consolidation des finances publiques qui s'est dessinée ces dernières années.

## 5.4 Endettement

Le taux d'endettement n'a cessé d'augmenter depuis l'éclatement de la crise économique et financière, atteignant 104,5 % à la fin de 2013.

En 2014, la dette publique s'alourdirait encore, à 106,6 % du PIB. Les facteurs endogènes exerceraient un effet haussier sur le taux d'endettement à concurrence de 1,7 point de pourcentage du PIB. Cette augmentation s'explique par la croissance relativement faible du PIB nominal, associée au solde primaire de -0,2 % du PIB. Les facteurs exogènes, ainsi nommés parce qu'ils ont un impact sur la

dette mais pas sur le solde de financement, devraient également faire grimper la dette de 0,4 point de pourcentage du PIB. Il s'agit notamment de l'incidence d'impôts des sociétés déjà enrôlés mais non encore encaissés, de crédits accordés par le biais de la facilité européenne de stabilité financière à des pays de la zone euro confrontés à des difficultés de financement et de l'apport de capital dans le MES. La gestion de la dette publique exercerait un effet baissier, notamment par l'intermédiaire de nombreuses primes d'émission. Dans la mesure où le taux du coupon des titres de la dette publique a été plus élevé que les taux de marché, la valeur d'émission de ces titres a en effet été supérieure à leur valeur nominale.

En 2015, la dette publique s'élargirait encore un peu, s'établissant à 107 % du PIB. Les facteurs endogènes orienteraient toujours celle-ci à la hausse, même si le solde primaire devrait devenir positif à partir de cette année-là.

En 2016, par contre, un infléchissement du ratio de la dette devrait être observé. Celui-ci se replierait alors très modérément, uniquement du fait des facteurs endogènes, revenant à 106,8 % du PIB.

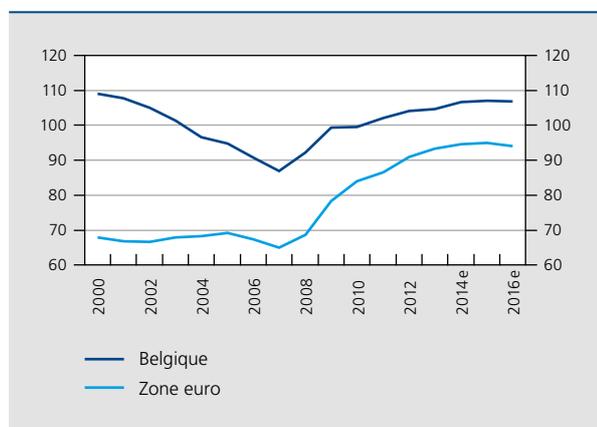
Alors que le taux d'endettement s'aggraverait en Belgique entre 2014 et 2016, il reculerait légèrement dans la zone euro. Le différentiel entre la Belgique et la zone euro se creuserait dès lors, après qu'il s'était systématiquement resserré ces deux dernières décennies.

## 6. Appréciation des facteurs de risque

Les présentes projections d'automne continuent de faire état d'un redressement graduel de l'activité, fût-ce à un rythme légèrement inférieur à celui attendu dans les projections de printemps. Bien que la croissance attendue de l'activité ait déjà été nettement revue à la baisse, principalement en 2015, les risques liés à l'environnement international demeurent principalement orientés à la baisse.

S'agissant des risques externes, la Belgique, en tant que petite économie ouverte, est naturellement surtout tributaire de la poursuite de la reprise dans les autres pays de la zone euro, en particulier chez ses principaux partenaires commerciaux. A cet égard, une intensification des tensions géopolitiques pourrait peser davantage sur la croissance en Belgique, aussi et surtout par des canaux indirects tels que la croissance de nos partenaires commerciaux et des effets de confiance. D'une manière plus générale, le ralentissement observé en Chine et dans d'autres pays émergents pourrait être plus marqué ou de plus longue durée que postulé dans les hypothèses

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



Sources : CE, ICN, BNB.

internationales actuelles. L'incertitude persiste encore quant au caractère durable de la reprise dans plusieurs pays avancés, comme l'atteste la nouvelle contraction inopinée de l'économie japonaise au troisième trimestre de 2014. Enfin, même si l'intensité en commerce de la croissance mondiale a, comme indiqué, été revue à la baisse, les hypothèses actuelles continuent de tabler sur une augmentation de celle-ci sur l'horizon de projection. Si la croissance mondiale devait de nouveau donner lieu à une expansion moins forte qu'attendue des flux commerciaux, cela grèverait également la production des exportateurs belges et de leurs fournisseurs nationaux.

En ce qui concerne les facteurs de risque domestiques, il convient d'attirer l'attention sur les modalités de prise en compte, dans les projections, des nouvelles mesures gouvernementales visant à améliorer la compétitivité, à savoir le saut d'index, la poursuite du gel des salaires réels et la diminution des cotisations sociales. Comme expliqué dans l'encadré 1, il est supposé que la croissance bien plus lente des salaires nominaux se répercutera très largement sur les prix, quoiqu'avec un certain décalage. Ce constat vaut aussi pour les importantes réductions de cotisations patronales, qui ne seraient, certes, mises en œuvre qu'au cours de la dernière année de la période de projection. Si cette transmission venait à diverger (si elle s'avérait plus lente ou plus rapide, plus ou moins partielle) ou si les agents économiques, parmi lesquels les employeurs, les investisseurs et les destinataires étrangers des exportations belges, devaient réagir à l'évolution plus faible des salaires et des prix d'une manière autre que celle supposée ici, les évolutions de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire et de l'inflation pourraient s'écarter des présentes projections d'automne.

L'éventail relativement large des estimations des diverses institutions, tant pour la croissance que pour l'inflation, illustre l'ampleur de l'incertitude. Une comparaison de ces estimations doit toutefois tenir compte des moments différents auxquels elles ont été réalisées ainsi que des données alors disponibles. Ainsi, les ambitieuses mesures du nouveau gouvernement fédéral n'ont pas encore été intégrées dans les prévisions publiées en septembre ou en octobre, telles les dernières projections élaborées par le Bureau fédéral du plan dans le cadre du Budget économique. En outre, parmi l'ensemble des estimations présentées au tableau 7, seules les projections d'automne de la Banque et de l'OCDE ont pu prendre en compte les statistiques trimestrielles les plus récentes, établies selon la méthodologie du SEC 2010, ainsi que l'estimation « flash » de l'ICN portant sur la croissance de l'activité au troisième trimestre.

Indépendamment de ce dernier point, les prévisions d'automne de la Commission Européenne (CE) sont probablement les plus proches des projections détaillées dans le présent article. La CE table sur une inflation légèrement plus élevée mais, surtout, sur une croissance économique nettement plus faible en 2016. Une comparaison des composantes de dépenses dans les deux estimations montre que, même si la CE est d'avis que la demande intérieure devrait elle aussi progresser moins vigoureusement, l'important écart de croissance en 2016 sera en grande partie imputable à une hausse moins dynamique des exportations. Cela semble découler d'une évaluation bien plus défavorable de l'incidence macroéconomique des récentes mesures visant à améliorer la compétitivité. À cet égard, l'estimation plus élevée de l'inflation par la CE peut aussi refléter une répercussion plus lente ou plus partielle du recul des coûts du travail sur les prix.

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

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2014 e	2015 e	2016 e	2014 e	2015 e	2016 e
Bureau fédéral du Plan	Septembre 2014 <sup>(1)</sup>	1,1	1,5		0,6	1,3	
FMI	Octobre 2014	1,0	1,4	1,5	0,7	1,0	1,3
Consensus Economics	Octobre 2014	1,1	1,3		0,6	1,2	
CE	Novembre 2014	0,9	0,9	1,1	0,6	0,9	1,3
OCDE	Novembre 2014	1,0	1,4	1,7	0,6	0,7	1,2
BNB	Décembre 2014	1,0	0,9	1,4	0,6	0,8	1,2

(1) Budget économique (septembre 2014). L'inflation indiquée correspond à l'IPCN, laquelle peut légèrement s'écarter de l'IPCH.

## Annexe

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

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

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
<b>Croissance</b> (données corrigées des effets de calendrier)				
PIB en volume .....	0,3	1,0	0,9	1,4
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks .....	-0,1	1,2	1,2	1,2
Exportations nettes de biens et services .....	1,0	0,7	-0,3	0,2
Variation des stocks .....	-0,7	-1,0	0,0	0,0
<b>Prix et coûts</b>				
Indice des prix à la consommation harmonisé .....	1,2	0,6	0,8	1,2
Indice-santé .....	1,2	0,4	0,7	1,1
Déflateur du PIB .....	1,5	0,6	0,9	1,0
Termes de l'échange .....	0,1	0,5	0,3	0,1
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé .....	2,2	0,3	0,3	-0,2
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé .....	2,4	0,8	0,6	0,2
Productivité horaire dans le secteur privé .....	0,2	0,5	0,3	0,5
<b>Marché du travail</b>				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes) .....	-12,4	17,9	19,3	25,2
<i>p.m. Variation en cours d'année, milliers de personnes<sup>(1)</sup></i> .....	12,2	24,0	17,8	32,1
Volume total de travail <sup>(2)</sup> .....	-0,1	0,3	0,6	0,8
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active) .....	8,4	8,5	8,8	8,7
<b>Revenus</b>				
Revenu disponible réel des particuliers .....	-0,2	0,8	0,9	0,8
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible) .....	13,5	13,5	13,4	13,3
<b>Finances publiques</b>				
Solde de financement (pourcentages du PIB) .....	-2,9	-3,2	-2,5	-2,1
Solde primaire (pourcentages du PIB) .....	0,3	-0,2	0,4	0,7
Dette publique (pourcentages du PIB) .....	104,5	106,6	107,0	106,8
<b>Compte courant</b> (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB) .....				
	0,1	1,4	1,3	1,5

Sources: CE, DGSIE, ICN, BNB.

(1) Différences entre le quatrième trimestre de l'année considérée et le quatrième trimestre de l'année précédente.

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

# Normalisation des politiques monétaires : perspectives et divergences

N. Cordemans

S. Ide<sup>(1)</sup>

## Introduction

Si les principales banques centrales de la planète affichent toujours, pour l'heure, des politiques monétaires très accommodantes, celles-ci devraient néanmoins tôt ou tard être resserrées. À des situations macroéconomiques différentes correspondront toutefois des timings de sortie différents. Aux États-Unis, les acquisitions de titres ont ainsi été stoppées, tandis que, dans la zone euro, de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire ont récemment vu le jour.

Dans ce contexte, le présent article ambitionne de se pencher sur les divergences en termes de normalisation des politiques monétaires, en examinant plus spécifiquement les cas des États-Unis et de la zone euro. Il s'intéresse en particulier aux perturbations financières qui pourraient accompagner la normalisation escomptée aux États-Unis et aux effets de débordement qui pourraient en découler pour la zone euro.

L'article se décline en quatre parties. La première expose les orientations actuelles des politiques monétaires dans les quatre principales économies avancées que sont les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni et la zone euro. La deuxième aborde les situations macroéconomiques qui sous-tendent ces orientations dans la zone euro et aux États-Unis, tandis que la troisième envisage les perspectives relatives aux politiques monétaires de ces deux économies. Enfin, la quatrième traite de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis et des effets de débordement éventuels sur la zone euro.

(1) Les auteurs remercient J. Boeckx et P. Butzen pour leurs commentaires et suggestions à propos de l'article.

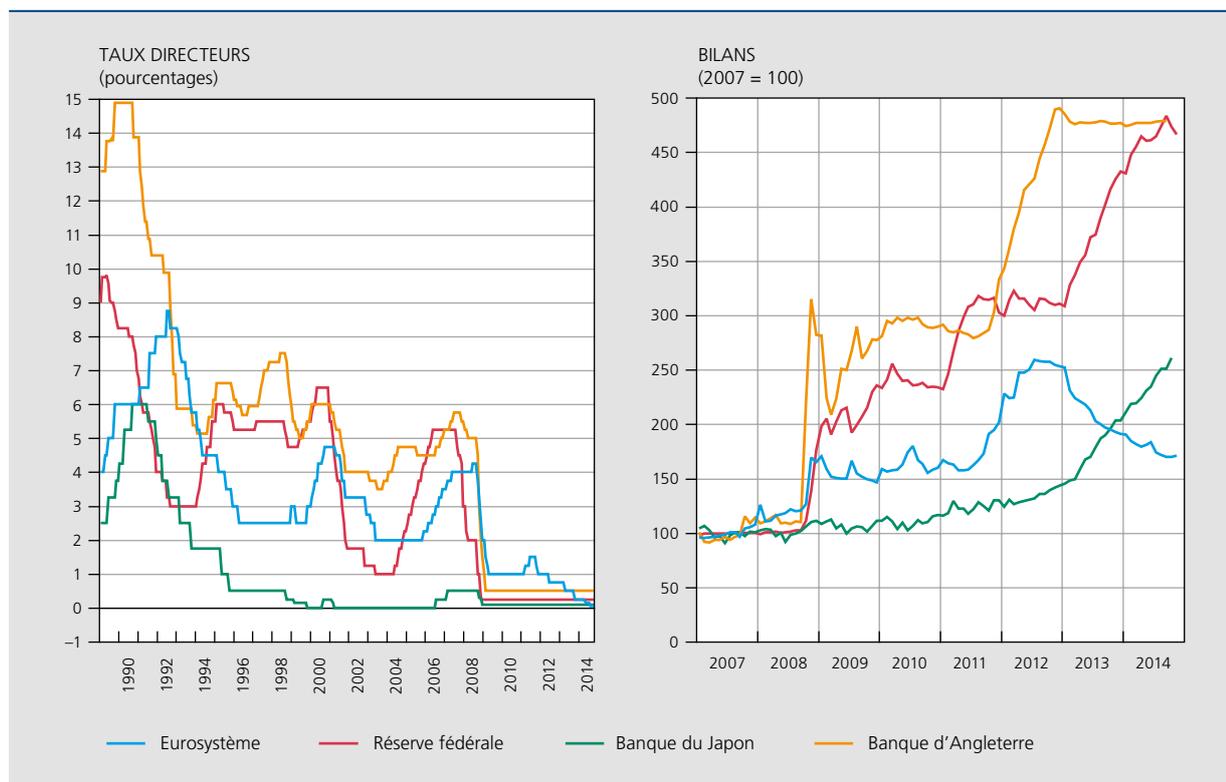
## 1. Orientation des politiques monétaires dans les économies avancées

Nous faisons ici le point sur l'orientation actuelle de la politique monétaire dans les quatre grandes économies avancées que sont les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et la zone euro. À cette fin, nous passons en revue les principaux outils mis en œuvre par les banques centrales de ces régions dans la foulée de la récente crise et discutons de leurs effets sur les taux pertinents pour les décisions de consommation et d'investissement.

### Une réponse vigoureuse à la crise

En réaction à la crise économique et financière qui s'est amorcée à l'été de 2007, les principales banques centrales des économies avancées ont introduit de nombreuses mesures dans le but de satisfaire à leurs objectifs en termes de stabilité des prix et/ou d'emploi. Premièrement, les taux d'intérêt directeurs ont été considérablement abaissés. Aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, ils ont été réduits à une vitesse et dans des proportions sans précédent, tandis qu'au Japon ils ont à nouveau été infléchis pour se rapprocher de leur étiage historique. Si les taux directeurs de la Réserve fédérale, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon sont au plus bas depuis la fin de 2008 ou le début de 2009, l'Eurosystème a quant à lui décidé de nouvelles diminutions sur la période récente (cf. sous-section 3.1.1). Deuxièmement, face à l'ampleur de la crise et confrontées à la limite inférieure de zéro pour les taux nominaux, les principales banques centrales se sont tournées vers les instruments de la politique monétaire dite non conventionnelle.

GRAPHIQUE 1 PRINCIPAUX TAUX DIRECTEURS ET BILANS DES BANQUES CENTRALES



Source : Thomson Reuters Datastream.

D'une part, elles ont adopté des orientations prospectives ou « forward guidance », qui visent à communiquer sur les développements à venir de la politique monétaire et, notamment, sur l'évolution future des taux directeurs. De cette manière, les banques centrales cherchent à influencer les attentes du public concernant les taux à court terme futurs, pesant dès lors sur les taux à plus long terme, ce qui accroît le caractère accommodant de leur politique monétaire. Dans la mesure où elles clarifient l'évaluation de la situation économique par la banque centrale ainsi que sa fonction de réaction, les orientations prospectives jouent un rôle particulier dans un contexte de crise, habituellement marqué par un degré élevé d'incertitude. Les grandes banques centrales ont toutes formulé des orientations sur leurs taux directeurs. Ces dernières ont cependant divergé en genre et en nombre. La Réserve fédérale a de loin été la plus active. Apparues en 2008 sous une forme relativement vague, ses indications sur ses taux directeurs ont évolué jusqu'à devenir des formulations plus spécifiques, définissant un horizon temporel en 2011 puis, en 2012, des seuils numériques en termes de variable macroéconomique (cf. section 2.2). Depuis mars 2014, les signaux sont toutefois revenus à une formulation générale, plus souple mais aussi moins transparente. La Banque du Japon a quant à elle introduit des

orientations prospectives sur ses taux en 2010, tandis que la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont fait de même durant l'été de 2013. Si elles ont été quelque peu ajustées entre-temps, elles sont toujours en place à l'heure actuelle.

D'autre part, elles ont fait usage de leurs bilans, qui ont gonflé de manière spectaculaire. Entre 2007 et 2014, les bilans de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre ont ainsi été multipliés par près de cinq, tandis que celui de la Banque du Japon a été multiplié par environ deux et demi. Le bilan de l'Eurosysteme a pour sa part plus que doublé entre 2007 et la mi-2012, avant de se contracter sensiblement. Si la croissance des bilans enregistrée durant la crise est exceptionnelle, il convient de noter que de fortes hausses ont également pu être observées dans le passé, au cours des conflits mondiaux et de la grande dépression des années 1930 (Fergusson et al., 2014).

La croissance des bilans a véritablement débuté au lendemain de la faillite de la Banque Lehman Brothers, le 15 septembre 2008. Dans un premier temps, elle a globalement reflété les mesures prises en vue de faciliter l'accès à la liquidité et de soutenir les conditions du crédit sur certains marchés spécifiques. Dans un second temps,

une fois les taux directeurs proches de leur niveau plancher, l'allongement des bilans a toutefois progressivement témoigné de l'adoption de programmes d'achats d'actifs visant à peser sur les taux à long terme et à assouplir ainsi davantage la politique monétaire. La Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont toutes trois approuvé des programmes d'achats massifs d'actifs financés par l'émission de réserves, et la croissance de leurs bilans s'explique très largement par une telle politique dite d'assouplissement quantitatif.

La Réserve fédérale a introduit, à compter de novembre 2008, un total de quatre programmes d'achats, qui l'ont conduite à acquérir pour plus de 3 800 milliards de dollars d'actifs à long terme. Le dernier programme, adopté à la fin de 2012 et qui prévoyait initialement d'acheter chaque mois pour 40 milliards de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires (mortgage-backed securities – MBS) et pour 45 milliards de dollars de bons du Trésor américain, a peu à peu été allégé à partir de janvier 2014, avant de prendre fin au mois de novembre. De cette manière, la Réserve fédérale a réduit son soutien monétaire à l'économie et entamé une normalisation très graduelle de sa politique monétaire. La Banque d'Angleterre a quant à elle adopté un programme d'achats d'actifs en mars 2009, au travers duquel elle a acquis pour 375 milliards de livres sterling de bons du Trésor britannique au cours de la période allant de mars 2009 à novembre 2012. Enfin, la Banque du Japon a lancé un modeste programme d'achats d'actifs en octobre 2010, avant de se tourner vers un programme plus ambitieux en avril 2013. Ce dernier, baptisé assouplissement quantitatif et qualitatif, vise à atteindre au plus vite la nouvelle cible de 2 % en matière d'inflation définie en janvier 2013. Avec ce programme, la Banque du Japon ambitionne notamment de doubler sa base monétaire et le montant des bons du Trésor japonais qu'elle détient en l'espace de deux ans. L'Eurosystème a pour sa part acheté des obligations sécurisées entre 2009 et 2012, ainsi que des titres de la dette publique de mai 2010 à février 2012, dans le cadre du programme pour les marchés de titres. Les achats d'actifs réalisés par l'Eurosystème sont néanmoins restés contenus en comparaison du total de son bilan. Ils se sont par ailleurs limités à préserver une bonne transmission de sa politique monétaire et à soutenir ainsi l'octroi de crédits aux ménages et aux entreprises.

Contrairement à ce qui vaut pour les autres banques centrales, le gonflement du bilan de l'Eurosystème traduit surtout son rôle accru d'intermédiation et l'augmentation de ses octrois de prêts aux banques qui jouent un rôle crucial dans le financement du secteur privé de la zone euro. Si, dans le cadre des politiques d'assouplissement quantitatif, ce sont les banques centrales qui ont orchestré

l'accroissement de leur bilan, l'Eurosystème a quant à lui essentiellement soumis l'évolution de son bilan à la discrétion des banques commerciales et de leur soif de refinancement. La contraction du bilan de l'Eurosystème, amorcée durant l'été de 2012, reflète ainsi les moindres besoins en liquidité des établissements à la suite de l'affaiblissement de la fragmentation financière dans la zone euro (de Sola Perea et Van Nieuwenhuyze, 2014). Les récentes décisions de l'Eurosystème, à savoir la conduite d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (targeted longer-term refinancing operations – TLTROs) en juin et le lancement de programmes d'achats de titres adossés à des actifs (asset-backed securities – ABS) et d'obligations sécurisées en septembre, devraient inverser la tendance et contribuer à une nouvelle hausse substantielle du bilan de l'Eurosystème (cf. aussi sous-section 3.1.1).

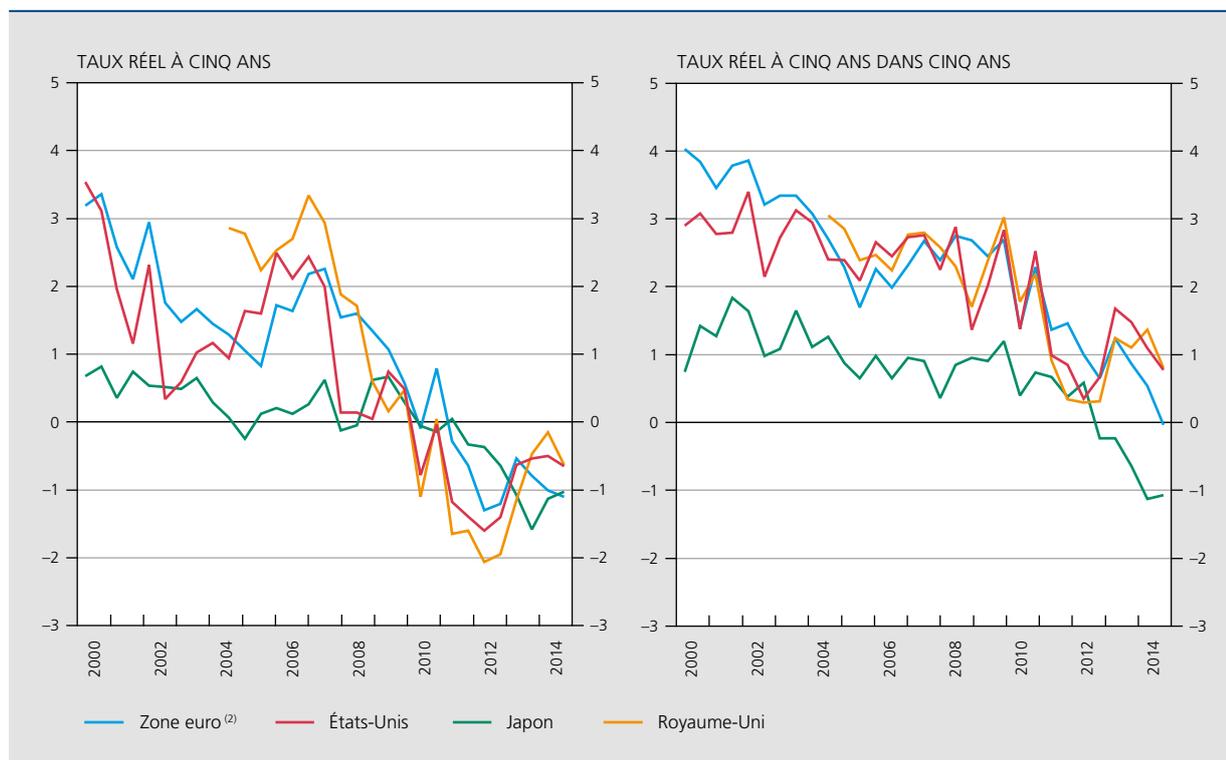
### Une orientation particulièrement accommodante

Afin d'évaluer plus précisément le caractère accommodant des politiques menées, il est pertinent de s'intéresser aux évolutions des taux réels à moyen et à long termes. Ces derniers occupent en effet une place centrale dans la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Non seulement ils influencent les décisions de consommation, d'épargne et d'investissement, mais ils affectent également la valorisation des autres actifs tels que les actions ou les valeurs immobilières. Nous nous restreignons aux taux sans risque<sup>(1)</sup> car il s'agit des taux que la banque centrale contrôle plus directement et que ces taux revêtent une importance toute particulière dans la mesure où ils sont à l'origine de la détermination des autres taux d'intérêt de l'économie (Boeckx et al., 2013).

Sur la base de la théorie de la structure par terme des taux, les taux nominaux à plus long terme dépendent, d'une part, des attentes relatives aux taux à court terme futurs et, d'autre part, des primes de terme, qui offrent une compensation pour l'incertitude entachant l'évolution future des taux d'intérêt nominaux (Boeckx et al., 2013). À travers leurs instruments, les banques centrales sont capables d'influer sur chacune de ces composantes. En fixant les taux d'intérêt directeurs, elles tendent à contrôler les taux à court terme. Parce qu'elles sont peu fréquentes et qu'elles esquissent habituellement une tendance, les modifications de taux directeurs affectent les anticipations de taux à court terme futurs. En outre, à travers leurs orientations prospectives

(1) Rendements du Trésor américain aux États-Unis et moyenne des rendements des cinq principaux pays de la zone euro notés AAA au 30 juin 2013 (Allemagne, Autriche, Finlande, France et Pays-Bas). Ce choix nous permet non seulement d'exclure le risque de crédit qui affecte le rendement de certaines obligations publiques de la zone euro, mais aussi de limiter l'influence des primes de liquidité négatives observées pour les titres souverains de pays comme l'Allemagne.

GRAPHIQUE 2 TAUX RÉELS <sup>(1)</sup> À CINQ ANS ET À CINQ ANS DANS CINQ ANS



Sources : Thomson Reuters Datastream, Consensus Economics.

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

(2) Moyenne des rendements des cinq principaux pays de la zone euro notés AAA au 30 juin 2013 (Allemagne, Autriche, Finlande, France et Pays-Bas).

sur l'évolution future des taux directeurs, les banques centrales aiguillent plus précisément ces anticipations. Dans la mesure où les indications données allègent l'incertitude et incitent les investisseurs à se tourner vers le plus long terme, elles peuvent également peser sur les primes de terme. Ces primes sont plus directement compressées dans le cas des programmes d'achats d'actifs à long terme, qui visent précisément à les réduire. En signalant les vues de la banque centrale sur la situation économique actuelle et à venir, les annonces concernant les programmes d'achats peuvent toutefois aussi influencer sur les attentes quant aux taux à court terme futurs (Bauer et Rudebusch, 2013). Enfin, en préservant le bon ancrage des anticipations d'inflation, les mouvements de taux nominaux se répercutent sur les taux réels, pertinents pour les décisions de consommation et d'investissement. La banque centrale peut également influencer les taux réels en modifiant les anticipations d'inflation. C'est ce qu'a fait la Banque du Japon par l'intermédiaire de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif. L'introduction de cet ambitieux programme d'achats de titres a en effet déclenché une hausse des anticipations d'inflation dans l'archipel, après des années de déflation modérée.

Les taux réels à cinq ans, que nous considérons ici comme des taux à moyen terme, ont globalement chuté au début de la crise, parallèlement à la baisse des taux d'intérêt directeurs. Après avoir souffert d'une certaine volatilité et essuyé un léger mouvement de hausse, ils sont retombés à un plancher historique entre le début de 2012 et le début de 2013. Au cours de la période récente, ils ont suivi des évolutions largement divergentes d'un bloc économique à un autre. Dans le contexte des déclarations du président de la Réserve fédérale sur un possible infléchissement des achats d'actifs (cf. section 4.1), ils ont sensiblement grimpé aux États-Unis et au Royaume Uni entre le printemps et l'automne de 2013, avant de se stabiliser ou de croître plus modérément. Dans la zone euro, le redressement observé dans le courant de 2013 a fait place à une nouvelle diminution en 2014, toutefois tempérée par un recul des attentes d'inflation. Enfin, au Japon, où ils étaient déjà très bas lorsque la crise a éclaté, les taux n'ont dévissé véritablement qu'au début de 2013, après que la Banque du Japon a adopté son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif. Dans le contexte d'un avivement des anticipations d'inflation, ils se sont repliés à un niveau historiquement bas au cours des derniers mois.

Le taux réel à cinq ans dans cinq ans, notre taux à long terme, peut être considéré comme le taux réel à court terme attendu au cours de la période de cinq ans qui démarre dans cinq ans, auquel s'ajoute une prime de terme. Le taux réel à court terme attendu au cours de cette période future peut quant à lui être assimilé au taux de croissance du PIB réel anticipé dans la mesure où il est permis de partir du principe que la politique monétaire sera en moyenne neutre à long terme. La baisse du taux réel à cinq ans dans cinq ans tient dès lors à la fois à la réduction de la croissance anticipée à long terme et à la compression des primes de termes qui découle notamment des achats d'actifs réalisés par les banques centrales. Tenant compte de cela, les taux réels à cinq ans dans cinq ans sont naturellement restés plus stables aux premiers stades de la crise. Ils ont néanmoins entamé un mouvement de régression vers la fin de 2010, pour revenir à un plancher entre le printemps de 2012 et le printemps de 2013. De manière non surprenante, c'est particulièrement le cas dans les pays qui ont précocement adopté des programmes d'achats d'actifs, à savoir les États-Unis et le Royaume-Uni. Après avoir vivement rebondi entre le printemps et l'automne de 2013, à la suite des déclarations du président de la Réserve fédérale Ben Bernanke, ils se sont à nouveau inscrits en sensible recul, essentiellement dans la zone euro. Dans cette dernière, les anticipations d'inflation à long terme se sont quelque peu infléchies ces derniers temps, mais les récentes mesures de politique monétaire ont probablement pesé sur les primes de terme. Au Japon, le taux réel à long terme est actuellement à son plus bas historique en raison de la nette remontée des anticipations d'inflation et du programme d'assouplissement qualitatif et quantitatif de la Banque du Japon.

Globalement, les taux réels ne s'établissent plus nécessairement à des niveaux planchers, mais ils se maintiennent fort bas dans une perspective historique. Les taux réels à cinq ans sont pour l'heure encore largement négatifs, et les taux réels à cinq ans dans cinq ans sont nettement inférieurs à leur moyenne de long terme. Si on ne peut nier le caractère toujours très accommodant des politiques monétaires conduites par les grandes banques centrales des économies avancées, il apparaît néanmoins clairement que ces dernières ont récemment suivi des trajectoires divergentes. Tandis qu'un nouvel assouplissement a eu lieu au Japon et dans la zone euro, un resserrement partiel a ainsi été enregistré aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les fondamentaux macroéconomiques que recouvrent les écarts observés entre les États-Unis et la zone euro ainsi que les implications qui en découlent sont traités dans la suite de cet article.

## 2. Contexte macroéconomique

La présente partie examine la situation macroéconomique qui sous-tend la politique monétaire en place aux États-Unis et dans la zone euro et préfigure les divergences attendues en termes de normalisation. En raison du rôle majeur qu'ils jouent dans la conduite actuelle de la politique monétaire, respectivement de la Réserve fédérale et de l'Eurosystème, les développements relatifs au marché du travail aux États-Unis et ceux concernant les anticipations d'inflation dans la zone euro se voient attribuer une place particulière.

### 2.1 Aperçu général

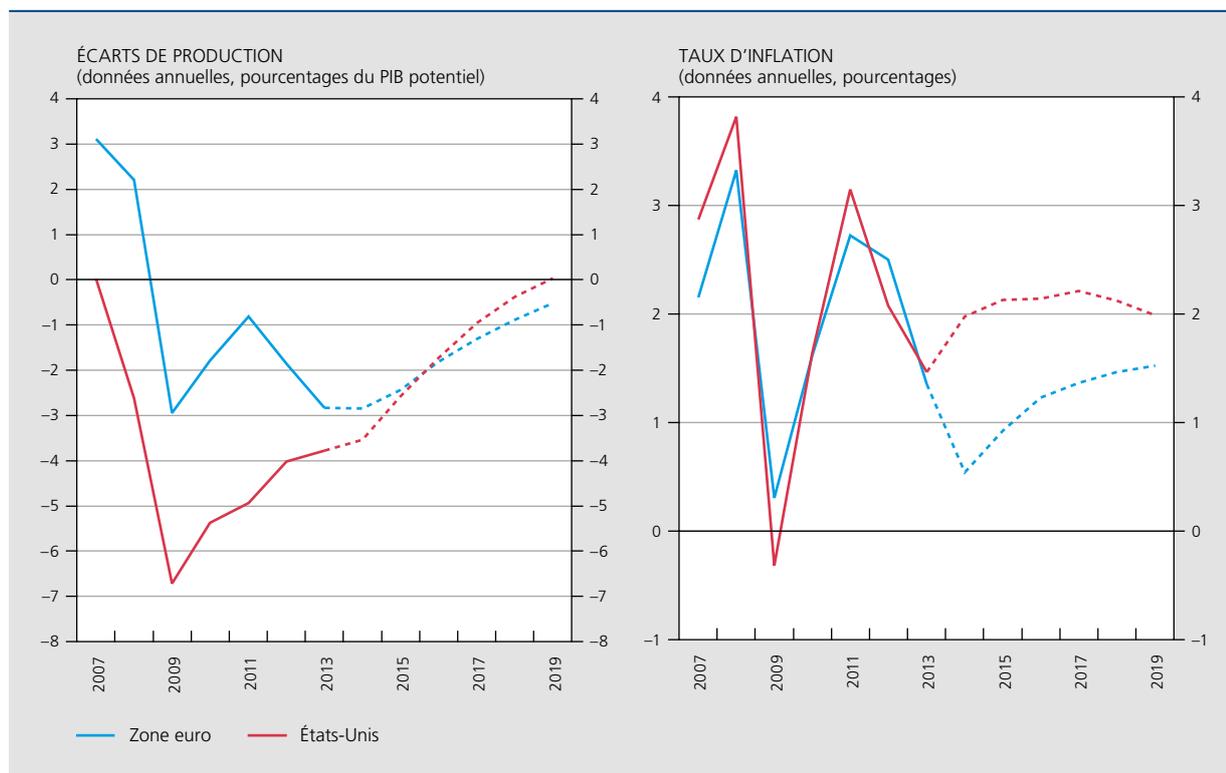
La reprise de l'activité subséquente à la crise économique et financière de 2008-2009 a été particulièrement lente dans une perspective historique. Elle s'est toutefois révélée nettement plus dynamique aux États-Unis que dans la zone euro, où la crise de la dette publique qui s'est déclarée au printemps de 2010 a généré un nouveau recul entre la fin de 2011 et le début de 2013. Au cours de la période la plus récente, l'évolution de la croissance est en outre restée favorable aux États-Unis, tandis qu'elle s'est montrée hésitante et hétérogène dans la zone euro.

Le niveau de production était à la fin de 2014 toujours sensiblement inférieur à son potentiel dans chacune des deux économies, ce qui témoigne d'importantes capacités inutilisées. Ces dernières années, l'écart de production (négatif) a même plutôt suivi une tendance ascendante dans la zone euro, alors qu'il s'est réduit aux États-Unis. Selon les projections du FMI, l'écart de production se résorbera à l'avenir plus rapidement aux États-Unis que dans la zone euro.

Dans des proportions toutefois forts différentes, les deux zones économiques affichent des niveaux d'inflation sensiblement inférieurs à leur cible. Aux États-Unis, c'est le cas depuis la fin de 2012. En septembre 2014, le taux d'inflation mesuré sur la base de l'indice des prix des dépenses de consommation des particuliers (déflateur du PCE) – dont la cible est fixée à 2 % – s'établissait à 1,48 %, pour une moyenne de 1,4 % depuis le début de 2013. Dans la zone euro, le taux d'inflation extrait de l'indice des prix à la consommation harmonisé a connu une correction à compter de la fin de 2011. Alors qu'il se chiffrait au départ à 3 %, il est tombé en deçà de 2 % au début de 2013 et n'atteignait plus que 0,4 % en octobre 2014.

Dans les années à venir, au vu des projections d'inflation publiées en octobre 2014 par le FMI, on s'attend à ce que l'inflation mesurée sur la base de l'indice des prix

**GRAPHIQUE 3** ÉCARTS DE PRODUCTION ET INFLATION DES PRIX À LA CONSOMMATION<sup>(1)</sup>



Source : FMI, perspectives de l'économie mondiale (octobre 2014).

(1) Les pointillés correspondent aux projections.

à la consommation – habituellement un peu plus élevée que celle mesurée à l'aide de l'indice des prix des dépenses de consommation des particuliers – se maintient à un niveau légèrement supérieur à 2 % aux États-Unis. Dans la zone euro, si l'inflation devrait s'inscrire en hausse, elle ne devrait néanmoins pas dépasser 1 % avant 2016 et pourrait se maintenir à bonne distance des 2 % dans les cinq prochaines années.

Sans être exhaustifs, ces deux indicateurs macroéconomiques phares mettent en lumière le caractère lent et inégal de la reprise de l'activité au lendemain de la grande récession. S'ils présentent toujours des marges substantielles en termes de capacité de production, les États-Unis apparaissent comme une économie relativement robuste et dont le profil d'inflation tend à se rapprocher de sa cible. La zone euro accuse en revanche un net retard en termes de reprise de l'activité, et la baisse tendancielle de son niveau d'inflation laisse présager un risque accru, quoique limité, de déflation (cf. aussi section 2.3). Dans ce contexte, les politiques monétaires actuellement conduites par la Réserve fédérale et l'Eurosystème devraient demeurer accommodantes pour un temps encore. La normalisation de la politique monétaire amorcée aux États-Unis devrait toutefois graduellement se poursuivre, tandis qu'un

assouplissement additionnel n'est pas exclu dans la zone euro, comme en témoignent les communications récentes du Conseil des gouverneurs. Les deux sections qui suivent se penchent plus en détail sur deux thèmes d'importance pour la conduite future de la politique monétaire respectivement aux États-Unis et dans la zone euro, à savoir le marché du travail et les anticipations d'inflation.

## 2.2 Marché du travail aux États-Unis

Aux États-Unis, les développements sur le marché du travail jouent un rôle important dans la fixation du calendrier et du rythme de sortie de la politique monétaire très accommodante menée actuellement. L'évaluation par le Federal Open Market Committee (FOMC) de la sous-utilisation de la main-d'œuvre et de son incidence sur les évolutions des salaires et des prix est déterminante à cet égard.

Comparativement aux autres banques centrales des économies avancées, le marché du travail a toujours occupé une place prépondérante dans les délibérations et les décisions de politique monétaire du FOMC. Cette situation découle en grande partie de ce qu'on appelle le *dual mandate*, en vertu duquel, en plus de la stabilité des prix,

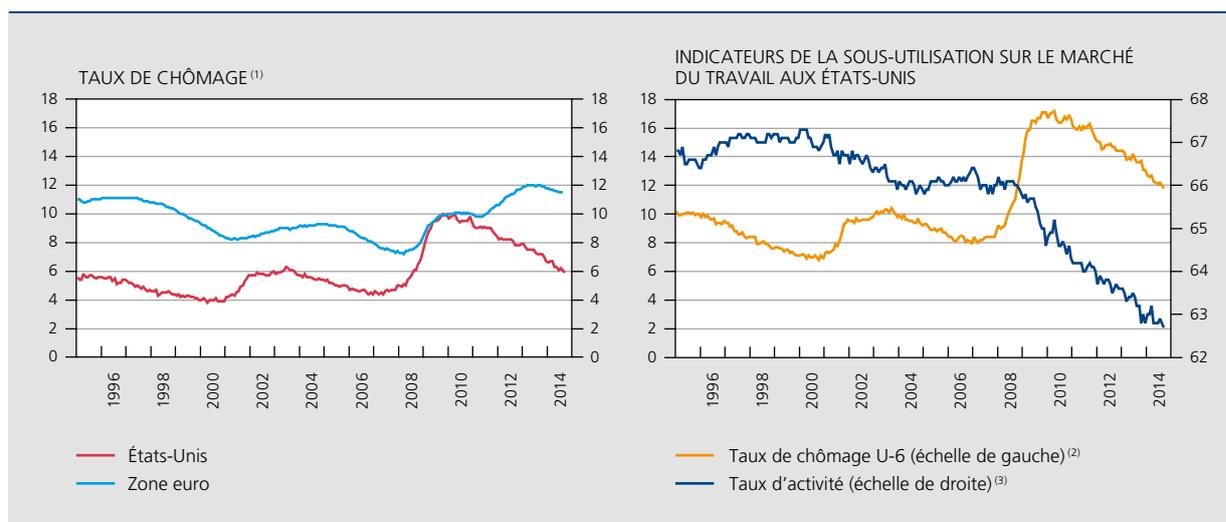
la Réserve fédérale doit également assurer le plein emploi. La quantification du concept de plein emploi représente toutefois un défi de taille pour une banque centrale, et le FOMC a dès lors toujours souligné que cet objectif était en grande partie déterminé par des facteurs structurels non monétaires susceptibles de se modifier avec le temps et difficilement mesurables, alors que la recherche de la stabilité des prix est définie comme une hausse du déflateur du PCE de 2 % à long terme.

L'attention que le FOMC porte au marché du travail s'est également reflétée dans la formulation de l'orientation prospective basée sur un seuil (*threshold-based forward guidance*) qui a été introduite en décembre 2012, par laquelle la durée du maintien de l'intervalle particulièrement bas pour les taux cibles des fonds fédéraux a été liée au niveau du taux de chômage. À cette époque, le FOMC avait estimé qu'il ne serait pas indiqué d'augmenter les taux aussi longtemps que le chômage serait supérieur à 6,5%. Dans le même temps, les projections d'inflation à un an ne devaient pas dépasser 2,5% et les anticipations d'inflation à long terme devaient demeurer bien ancrées. À mesure que le chômage a poursuivi son repli dans le courant de 2013, le FOMC a reformulé son orientation prospective, et l'importance du seuil a été quelque peu réduite. Il a été annoncé que l'intervalle particulièrement faible pour le taux cible allait également être maintenu en cas de taux de chômage inférieur à 6,5%, pour autant que les conditions précitées en matière de projections et d'anticipations d'inflation soient respectées.

En mars 2014, l'orientation prospective basée sur un seuil et la référence explicite à un niveau de taux de chômage ont été remplacées par une formulation qualitative plus large tenant compte d'un éventail plus vaste d'indicateurs du marché du travail. Le FOMC a jugé nécessaire de prendre également en considération d'autres indicateurs en plus du taux de chômage, afin d'évaluer correctement dans quelle mesure l'économie américaine était encore éloignée de l'objectif de plein emploi. De plus, cette reformulation est une étape logique lorsqu'une banque centrale passe d'une orientation de politique monétaire très accommodante, dans laquelle l'orientation prospective basée sur un seuil constitue un instrument de réalisation de cette politique, à une sortie monétaire dans le cadre de laquelle le FOMC ne souhaite pas se fier à un seul indicateur purement quantitatif pour établir le calendrier de la première hausse des taux et le rythme des relèvements de taux suivants.

Le redressement du marché du travail aux États-Unis se traduit par une reprise de la croissance de l'emploi et, concomitamment, par le repli marqué du taux de chômage, lequel est revenu de quelque 10% à la fin de 2009 à moins de 6% à la fin de 2014. Et ce alors que, dans la zone euro, le chômage a continué de progresser après 2010, pour atteindre un pic de 12% en 2013, et qu'il ne s'est ensuite que faiblement réduit sur fond de fragilité persistante de la conjoncture économique. Afin d'évaluer correctement, en tant que banque centrale, ce rétablissement à première vue vigoureux du marché du travail,

GRAPHIQUE 4 INDICATEURS DU MARCHÉ DU TRAVAIL



Sources : Thomson Reuters Datastream, Bureau of Labour Statistics, Eurostat.

(1) Demandeurs d'emploi actifs au cours des quatre dernières semaines, en pourcentage de la population active.

(2) Taux de chômage, en ce compris les chômeurs qui ne cherchent plus de travail en raison de la situation économique (découragés), les chômeurs qui souhaitent travailler mais qui n'ont pas cherché de travail récemment et les personnes en emploi qui travaillent à temps partiel pour des motifs économiques.

(3) Ratio des personnes en emploi et des demandeurs d'emploi dans la population active âgée de 16 ans et plus.

Yellen (2014a, 2014b) présente six indicateurs qui, en plus du taux de chômage, contribuent à une estimation correcte de l'utilisation de la main-d'œuvre et à la poursuite de l'objectif de plein emploi. Nous aborderons deux de ces indicateurs, à savoir la participation au marché du travail et le nombre de travailleurs à temps partiel pour des motifs économiques.

Une partie de la diminution du taux de chômage est imputable au recul de la participation au marché du travail de la population en âge de travailler. En effet, durant la crise, le taux d'activité est revenu de quelque 66 % à moins de 63 %. Cette baisse s'explique en partie par des facteurs structurels, tels le vieillissement de la population et l'incapacité de travailler en raison de maladie et d'études, et en partie par des facteurs cycliques liés à la dégradation des perspectives d'emploi et au découragement des demandeurs d'emploi face au marché du travail (Council of Economic Advisers, 2014). L'analyse montre en outre que certains facteurs dits structurels, comme l'incapacité de travailler en raison de maladie et d'études, intègrent également une composante cyclique. Pour la banque centrale, cette distinction, difficile à établir, est importante pour évaluer les risques d'inflation.

Le taux de chômage traditionnel reflète la population en âge de travailler qui se trouve au chômage après avoir cherché activement du travail au cours des quatre dernières semaines. Un critère plus large pour mesurer la sous-utilisation sur le marché du travail, à savoir le taux de chômage U-6, tient également compte de tous ceux qui ne cherchent plus de travail en raison de la situation économique (*les discouraged*), de tous ceux qui ont cherché activement du travail au cours des douze derniers mois, mais pas nécessairement au cours des quatre dernières semaines (*les marginally attached*), et de tous ceux qui souhaitent travailler à temps plein mais sont occupés à temps partiel pour des raisons économiques. L'écart entre cette mesure U-6 et le taux de chômage traditionnel se réduit mais reste conséquent, et même supérieur à ce qu'il était lors des récessions précédentes. Cela indique une sous-utilisation encore importante de la main-d'œuvre.

Les statistiques précitées contribuent à une estimation plus correcte et plus nuancée du redressement du marché du travail aux États-Unis et de l'éventuelle pression à la hausse sur les salaires et sur les prix. Cela montre aussi clairement que le passage d'une mesure unique – le taux de chômage – à une large série d'indicateurs pour évaluer la sous-utilisation sur le marché du travail et pour déterminer l'orientation de la politique monétaire était entièrement justifié. Il s'avère que la sous-utilisation est plus importante qu'elle n'apparaît sur la base du seul taux de chômage.

Cela explique pourquoi, même si un relèvement des taux se profile à l'horizon, celui-ci se fait attendre et ne sera que progressivement suivi de nouvelles augmentations (cf. partie 3).

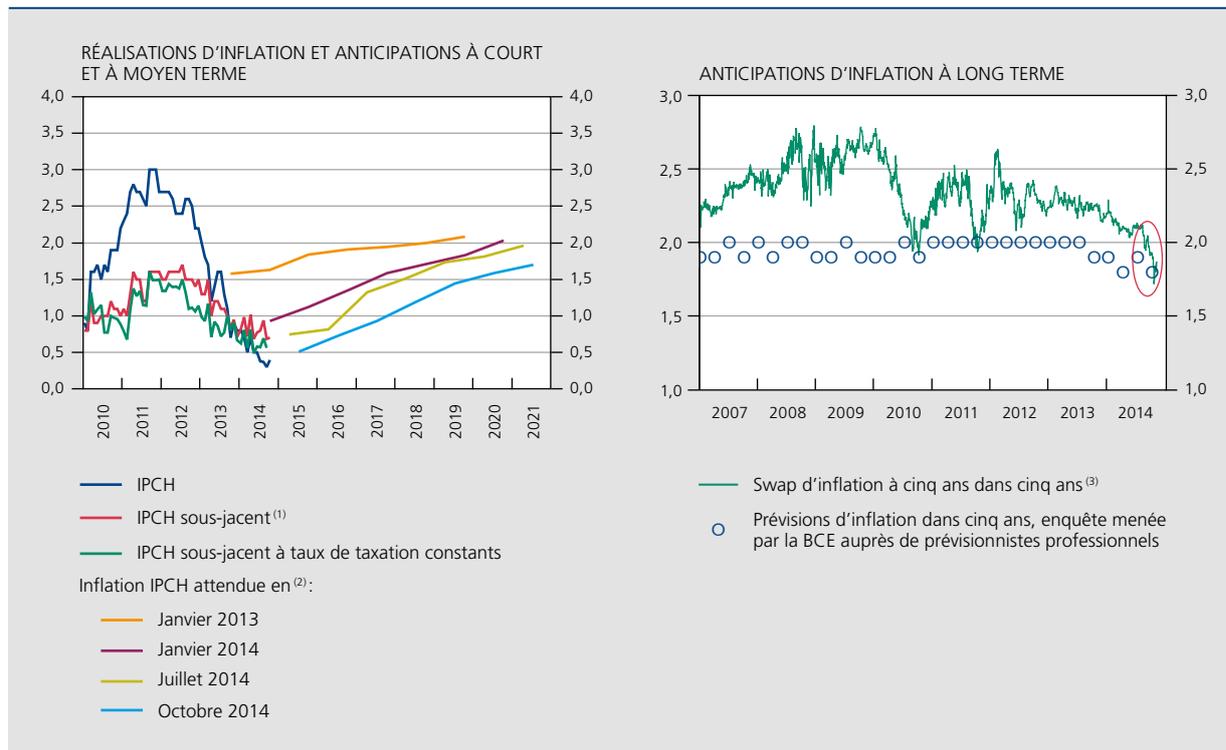
### 2.3 Anticipations d'inflation dans la zone euro

Le bon ancrage des anticipations d'inflation à moyen et – surtout – à long termes, à savoir la tendance des anticipations à se maintenir au sein d'une fourchette assez étroite autour de la cible d'inflation définie par la banque centrale, est essentiel pour garantir la crédibilité de la banque centrale, pour assurer l'efficacité de la politique monétaire et, dès lors, pour garantir dans les faits la stabilité des prix.

Dans la zone euro, la stabilité des prix – l'objectif premier de l'Eurosystème – a été définie par le Conseil des gouverneurs comme une progression annuelle de l'IPCH inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme. Cette notion de moyen terme est importante en ce sens qu'elle autorise des déviations momentanées de l'inflation au regard de sa cible, au gré des chocs temporaires qui affectent l'économie et les prix de certains biens ou services, comme les denrées alimentaires et énergétiques. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant que les anticipations d'inflation à court terme soient soumises à une certaine volatilité et puissent parfois sensiblement s'écarter de la cible d'inflation. Les anticipations de long terme doivent en revanche demeurer bien ancrées.

L'inflation annuelle dans la zone euro est en dégringolade constante depuis la fin de 2011. Elle est inférieure à 2 % depuis le début de 2013 et évolue sous la barre de 1 % depuis plus d'un an. Après s'être systématiquement repliée au cours des derniers mois, elle n'affichait plus que 0,3 % en septembre 2014. Bien qu'elle se soit relativement mieux maintenue, l'inflation sous-jacente s'est également réduite et s'établissait aux alentours de 0,8 % à l'été de 2014. Parallèlement à cette tendance désinflationniste, les anticipations d'inflation à court terme – sur un horizon de deux ans – ont été revues à la baisse. Mesurées sur la base du taux implicite d'un swap d'inflation à un an, elles se situaient ainsi nettement en deçà de 1 % à la fin de 2014. Plus surprenant, les anticipations à moyen terme – sur un horizon compris entre deux et cinq ans – ont également été sensiblement révisées et se situent depuis un temps déjà à des niveaux largement inférieurs à la définition quantitative de la stabilité des prix de la BCE. Tant à court qu'à moyen termes, il apparaît en réalité que les anticipations d'inflation sont tombées à des étages historiques sur la période récente. Enfin, et de manière plus inquiétante, les anticipations d'inflation à long terme

**GRAPHIQUE 5 INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO**



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) IPCH à l'exclusion des produits énergétiques et alimentaires.

(2) Mesurée sur la base de la cotation à terme implicite d'un swap d'inflation. Les indices des prix à la consommation étant publiés avec un certain retard, les contrats de swap d'inflation reflètent l'inflation attendue le mois précédant de trois mois leur date d'échéance. Ainsi, les contrats à un an d'octobre 2014 reflètent les taux d'inflation attendus en juillet 2015.

(3) Taux d'inflation implicite dérivé de contrats de swap couvrant le risque d'inflation dans la zone euro, pour une période de cinq ans débutant cinq ans après la conclusion du contrat.

– par exemple sur la période de cinq ans qui démarre dans cinq ans – se sont elles aussi infléchies. C'est le cas surtout à compter de l'été de 2014, bien que le recul soit resté limité. Ce constat tiré des données financières tend à être confirmé par les enquêtes menées par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels – une mesure des anticipations qui n'est pas affectée par les primes d'incertitude ou de liquidité incluses dans les prix des actifs financiers. Ces développements sont troublants dans la mesure où cet horizon est le plus pertinent pour l'évaluation de la crédibilité de la banque centrale et que les anticipations d'inflation à long terme ne sont pas censées être contaminées par les variations de l'inflation observée.

Il ressort que, dans un environnement caractérisé par une grande faiblesse de l'inflation, l'ancrage des anticipations d'inflation dans la zone euro s'est récemment en partie érodé. La régression des anticipations d'inflation est préoccupante dans la mesure où elle exerce une pression à la hausse sur les taux réels, en dépit du niveau plancher affiché par les taux nominaux. Les récentes mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème doivent

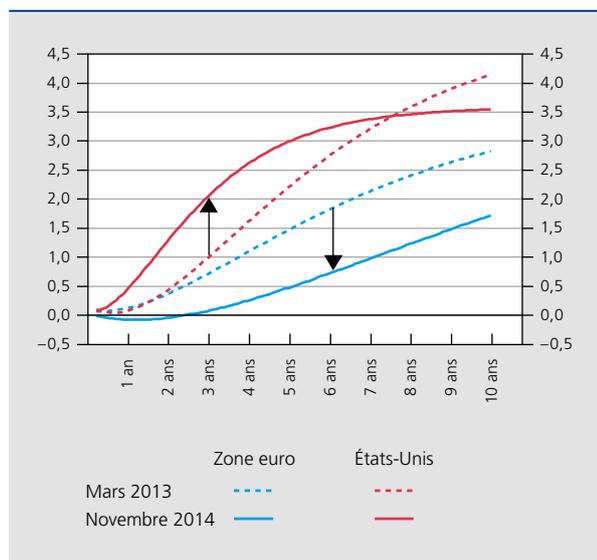
s'apprécier à la lumière de ces évolutions et des risques qui y sont attachés.

### 3. Perspectives en matière de politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro

#### 3.1 Quel calendrier pour la sortie ?

Ces dernières années, les taux directeurs étant proches de zéro, les modifications apportées au bilan de banque centrale, soit dans son ampleur, soit dans sa composition, de même que l'orientation prospective, étaient devenues les principaux instruments de la politique des banques centrales dans les économies avancées (cf. partie 1). Avec ses principes et ses projets de normalisation de la politique monétaire, le FOMC a récemment remis en avant l'instrument des taux en tant qu'indicateur de l'orientation de la politique monétaire durant la phase de sortie (FOMC, 2014).

**GRAPHIQUE 6** ANTICIPATIONS DES MARCHÉS FINANCIERS CONCERNANT LE TAUX DU MARCHÉ AU JOUR LE JOUR (pourcentages, sur la base des taux des *overnight index swaps*)



Sources : Bloomberg, calculs propres.

Les divergences au niveau de la conjoncture macroéconomique et des perspectives macroéconomiques entre les États-Unis et la zone euro donnent à penser que le calendrier de la normalisation de la politique monétaire pourrait être asynchrone (cf. partie 2). Cette sortie asynchrone se reflète d'ailleurs clairement dans les anticipations de taux d'intérêt des marchés financiers. À cet égard, nous utilisons comme indicateur la courbe des taux à terme des *overnight index swaps* (OIS), qui présente l'évolution attendue du taux du marché au jour le jour. Dans la zone euro, le taux du marché au jour le jour est l'*Euro Overnight Index Average* (Eonia), tandis qu'aux États-Unis il s'agit de l'*Effective Federal Funds rate*.

L'évolution de ces courbes de taux au mois d'octobre 2014 montre que les marchés financiers prévoient un premier relèvement des taux aux États-Unis dans le courant de 2015, alors que, dans la zone euro, les taux du marché au jour le jour devraient encore rester bas, voire négatifs, pendant un certain temps. Outre la différence dans le calendrier de la hausse de taux initiale, il est également frappant de constater qu'une fois la première majoration des taux réalisée, les marchés ne prévoient qu'une augmentation très progressive des taux. C'est le cas en particulier dans la zone euro. La différence d'orientation de la politique monétaire – tant effective qu'attendue – s'est amplifiée l'année dernière entre les États-Unis et la zone euro. Alors qu'en mars 2013, les anticipations concernant le taux du marché au jour le jour étaient assez similaires

à court terme, les évolutions macroéconomiques ont depuis lors conduit à une divergence considérable dans l'orientation attendue de la politique monétaire. Enfin, on remarquera également que les anticipations à long terme relatives au taux du marché au jour le jour ont été revues à la baisse aux États-Unis et dans la zone euro.

La section suivante présente une analyse des décisions qui sous-tendent les divergences dans les attentes en matière d'orientation de la politique monétaire.

### 3.1.1 Décisions récentes de l'Eurosystème

Dans le but de réagir à la faiblesse de l'activité et à la tendance désinflationniste qui sévit dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté, lors de ses réunions de juin et septembre 2014, un train de nouvelles mesures de politique monétaire.

D'une part, il a choisi d'abaisser ses taux directeurs et de les amener à leur limite inférieure. Le taux des opérations principales de refinancement a ainsi été réduit de 25 à 15 points de base au mois de juin, puis à 5 points de base en septembre. Le taux de la facilité de dépôt a quant à lui été conduit en terrain négatif, retombant de 0 à -10 points de base en juin, puis à -20 points de base en septembre. Enfin, le taux de la facilité de prêt marginal a été ramené de 75 à 40 points de base au mois de juin, pour finir à 30 points en septembre. Ces décisions ont renforcé le caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire suivie par l'Eurosystème. Si la diminution du principal taux directeur a allégé le coût de refinancement auprès de l'Eurosystème, la conduite du taux de la facilité de dépôt en terrain négatif fait partie intégrante de l'assouplissement monétaire additionnel désiré. Dans un environnement caractérisé par un surplus de liquidités, le taux directeur plancher joue un rôle important dans la détermination du taux au jour le jour Eonia. Le mouvement parallèle impulsé aux taux répond par ailleurs à l'objectif de maintenir constant le corridor entre le taux des opérations principales de refinancement et celui de la facilité de dépôt. De cette manière, la marge d'intermédiation de l'Eurosystème est préservée et les échanges sur le marché interbancaire ne sont pas découragés (Kasongo Kashama, 2014).

D'autre part, il a mis en œuvre de nouvelles mesures non conventionnelles. La première d'entre elles consiste en des TLTRO, qui offrent aux banques des financements à long terme – jusque quatre ans – en échange de l'octroi de nouveaux crédits aux entreprises et aux ménages, les prêts hypothécaires étant exclus. Le taux d'intérêt des opérations est le taux des opérations principales de refinancement prévalant lors de la conduite de l'opération, plus 10 points

de base. Les contreparties qui satisfont aux conditions établies pourront ainsi bénéficier d'un financement à faible coût jusqu'à la fin de 2018, indépendamment de l'évolution du principal taux directeur. Contrairement aux opérations à long terme précédemment introduites par l'Eurosystème, ces dernières comportent un mécanisme incitatif qui doit encourager les banques à accroître leurs octrois de prêts à l'économie réelle.

La deuxième mesure se compose de deux programmes d'achats fermes de titres, le premier concernant des ABS et le deuxième portant sur des obligations sécurisées. Ces achats devraient dynamiser ces deux marchés, ce qui devrait à son tour soutenir les émissions de titres et stimuler l'octroi des prêts qui leur sont sous-jacents. À travers ces nouveaux programmes, le Conseil des gouverneurs de la BCE entend par ailleurs contrôler de manière plus directe la croissance du bilan de l'Eurosystème. Ces programmes marquent ainsi une rupture avec une situation dans laquelle l'évolution de la base monétaire de la zone euro est essentiellement fonction du comportement des banques, qui gouvernent le recours aux liquidités de l'Eurosystème dans le cadre d'une procédure de fourniture de liquidité en quantité illimitée. Au-delà de leurs effets directs sur les taux des titres acquis, les programmes adoptés devraient, en suscitant des réallocations de portefeuilles, également peser sur les rendements de nombreux autres actifs, et dès lors comprimer les coûts de financement de manière plus générale dans l'économie.

Ces mesures témoignent d'une nouvelle approche suivie par la BCE et devraient lui permettre d'accroître le caractère accommodant de sa politique monétaire dans un environnement de taux plancher. Le Conseil des gouverneurs n'a cessé d'indiquer qu'il était au besoin prêt à prendre des mesures additionnelles.

### 3.1.2 Normalisation de la politique monétaire aux États-Unis

Contrairement à la zone euro, les États-Unis ont déjà posé les premiers jalons sur la voie de la normalisation de la politique monétaire. Le moment précis et l'annonce du resserrement initial de la politique monétaire demeurent toutefois des défis majeurs pour la banque centrale américaine. Par le passé, en particulier en 1994, mais aussi plus récemment au printemps de 2013 et en janvier 2014, le degré de surprise quant au moment de la normalisation aux États-Unis n'avait en effet pas manqué d'induire de la volatilité sur les marchés financiers mondiaux. Une communication adéquate de la banque centrale peut néanmoins contribuer à réduire la volatilité indésirable sur les marchés financiers. À l'instar de nombreuses banques centrales dans le monde, la Réserve fédérale a significativement élargi sa communication au

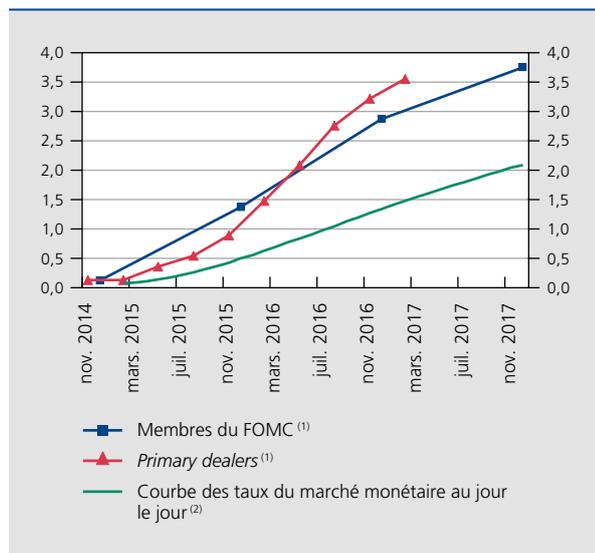
cours de la dernière décennie, notamment en annonçant les projections économiques des membres du FOMC, en diffusant plus rapidement les procès-verbaux des réunions du FOMC, en allongeant la déclaration de politique monétaire rendue publique à l'issue de chaque réunion du FOMC, en organisant une conférence de presse après certaines réunions du FOMC et à travers les discours de membres du FOMC. S'agissant plus spécifiquement de la normalisation de la politique monétaire, deux éléments de la stratégie de communication de la Réserve fédérale sont extrêmement pertinents: la publication de la trajectoire des taux d'intérêt attendue par les membres individuels du FOMC et la diffusion des principes de la normalisation.

Les prévisions individuelles des membres du FOMC concernant la trajectoire du taux cible des fonds fédéraux sont mises à disposition quatre fois par an depuis le premier trimestre de 2012, parallèlement aux projections relatives à quelques variables macroéconomiques, à savoir l'inflation, la croissance du PIB réel et le chômage. Cette communication permet aux marchés financiers d'avoir accès à des informations importantes quant au moment attendu par les membres du FOMC pour procéder au premier relèvement des taux d'intérêt et au rythme des hausses de taux subséquentes. Il ressort de ces anticipations de taux d'intérêt qu'au cours de 2012 et de 2013, les membres du FOMC ont systématiquement reporté tant le premier relèvement des taux que les suivants. Ces anticipations de taux d'intérêt ont subi un retournement au premier trimestre de 2014. Depuis lors, les membres du FOMC anticipent un premier relèvement des taux d'intérêt dans le courant de 2015, dans un contexte d'amélioration des perspectives de croissance économique et d'accélération des anticipations d'inflation.

En septembre 2014, le taux d'intérêt médian attendu s'élevait à 1,37 % pour la fin de 2015 et à 2,86 % pour la fin de 2016. Le FOMC indique ainsi clairement escompter plusieurs relèvements des taux au cours de 2015 et de nouvelles augmentations en 2016. Pour ce qui est du rythme des hausses de taux, le FOMC a une nouvelle fois souligné dans sa déclaration de politique monétaire d'octobre 2014 que le niveau des taux d'intérêt pourrait rester plus longtemps inférieur aux niveaux considérés comme normaux à long terme, c'est-à-dire après que l'emploi et l'inflation auront atteint des niveaux proches de ceux compatibles avec son mandat. Ce faisant, le FOMC signale que la normalisation sera très progressive. Il convient également de remarquer que la statistique utilisée – la médiane de l'ensemble des anticipations de taux d'intérêt de tous les membres du FOMC – n'opère pas de distinction entre membres votants et non votants du FOMC. Cette médiane peut de ce fait différer de la trajectoire de taux véritablement pertinente attendue par le FOMC.

## GRAPHIQUE 7 ANTICIPATIONS RELATIVES AU TAUX D'INTÉRÊT DES FONDS FÉDÉRAUX

(pourcentages).



Sources : Bloomberg, FOMC, Federal Reserve Bank of New York, calculs propres.

(1) Médiane du taux d'intérêt des fonds fédéraux attendu en septembre 2014.

(2) Sur la base des taux d'intérêt de l'Overnight Index Swap de novembre 2014.

Alors que les anticipations de taux d'intérêt des *primary dealers* telles qu'attestées par une enquête menée en septembre 2014 sont assez proches de celles des membres du FOMC, il subsiste un écart considérable avec les anticipations de taux des intervenants sur les marchés financiers basées sur les taux d'intérêt de l'Overnight Index Swap. Les *primary dealers* prévoient que le taux des fonds fédéraux avoisinera 1,5 % en février 2016 et 3,5 % un an plus tard. Selon la courbe des taux de l'OIS, le rythme des relèvements de taux serait ainsi nettement moins élevé. Une partie de l'écart entre les anticipations de taux du FOMC et la courbe des taux du marché monétaire au jour le jour peut s'expliquer par la persistance attendue d'un abondant excédent de liquidité (cf. sous-section 3.2.2). Mais il peut également s'agir d'une autre estimation du rythme des hausses de taux subséquentes. Des divergences dans les anticipations relatives à l'orientation de la politique monétaire ne sont pas souhaitables si l'on veut endiguer la volatilité et les ajustements soudains des anticipations des marchés (cf. section 4.1).

Après avoir été publiés une première fois en juin 2011, les principes relatifs à la normalisation de la politique monétaire ont été actualisés en septembre 2014 (FOMC, 2014). Ces principes précisent qu'une politique monétaire plus restrictive sera mise en œuvre par l'utilisation de l'instrument des taux d'intérêt plutôt que par la modification active de la taille ou de la composition du bilan de la banque centrale. La section 3.2 examine plus en détail

la conduite d'une politique de taux d'intérêt restrictive en présence d'un excédent de liquidité.

S'agissant de la normalisation relative à la taille du bilan de banque centrale, le FOMC a pris en décembre 2013 la décision d'amorcer dès janvier 2014 le *tapering*, à savoir le ralentissement de ses achats d'actifs. Il a depuis été décidé à chaque réunion du FOMC de comprimer de 10 milliards de dollars des États-Unis le rythme des achats de titres de créance, qui s'élevaient initialement à 85 milliards de dollars par mois. Lors de la réunion du FOMC d'octobre 2014, il a été convenu de mettre un terme aux achats à partir de novembre 2014. Les principes de la normalisation de la politique monétaire stipulent par ailleurs que la taille du bilan ne diminuera pas avant que les taux d'intérêt n'aient augmenté. Ce n'est en effet qu'après avoir relevé les taux que l'on souhaite cesser ou limiter les réinvestissements des montants arrivés à échéance. La plupart des titres de créance détenus par la Réserve fédérale ayant une échéance relativement longue et le FOMC ayant pris la décision de principe de ne pas procéder à la vente ni à la diminution active du portefeuille de MBS, la réduction du bilan ne se fera que progressivement. Ce n'est qu'à plus long terme que le portefeuille réservé à la politique monétaire – le portefeuille « SOMA », qui représente quelque 95 % du bilan total de la Réserve fédérale – gonflera à nouveau à la suite de la croissance tendancielle des billets de banque en circulation, comme cela avait aussi été le cas avant la mise en œuvre des programmes d'assouplissement quantitatif. Pour ce qui est de la composition, le portefeuille comportera encore d'ici là une part considérable de MBS, complétés par des emprunts publics américains.

### 3.2 Normalisation de la politique monétaire en présence d'un abondant excédent de liquidité

Le défi majeur de la normalisation monétaire ces prochaines années consistera à mener une politique monétaire plus restrictive en relevant les taux d'intérêt alors que subsiste un large excédent de liquidité dans les réserves de banque centrale. Cette situation prévaut à l'heure actuelle aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais cette analyse est également pertinente pour la zone euro, dans la perspective d'un accroissement sensible du bilan de l'Eurosystème.

#### 3.2.1 Conduite de la politique monétaire par l'application d'un corridor de taux d'intérêt

Cette sous-section explique brièvement comment une banque centrale peut mener une politique de taux

d'intérêt restrictive en présence d'un abondant excédent de liquidité par l'application d'un corridor de taux d'intérêt. En théorie, un système de corridor peut en effet endiguer la volatilité des taux du marché monétaire au jour le jour et dissocier la politique de taux d'intérêt de la taille du bilan de banque centrale (Kahn, 2010). Traditionnellement, un système de corridor comporte trois taux directeurs. Le principal est le taux cible du marché monétaire au jour le jour. Dans la zone euro, avant la crise, le taux cible était en pratique le taux de refinancement des opérations hebdomadaires d'apport de liquidité, tandis qu'aux États-Unis, il s'agissait du taux cible des fonds fédéraux. Le taux du marché monétaire au jour le jour est fixé par les intervenants de marché et correspond au taux moyen des opérations au jour le jour. Généralement, la banque centrale place une quantité de réserves de banque centrale sur le marché, de sorte que, sur une certaine période, le taux du marché monétaire au jour le jour se rapproche du taux cible. À l'équilibre, si le marché monétaire fonctionne correctement, les banques en déficit (en excédent) peuvent emprunter (prêter) sur le marché interbancaire.

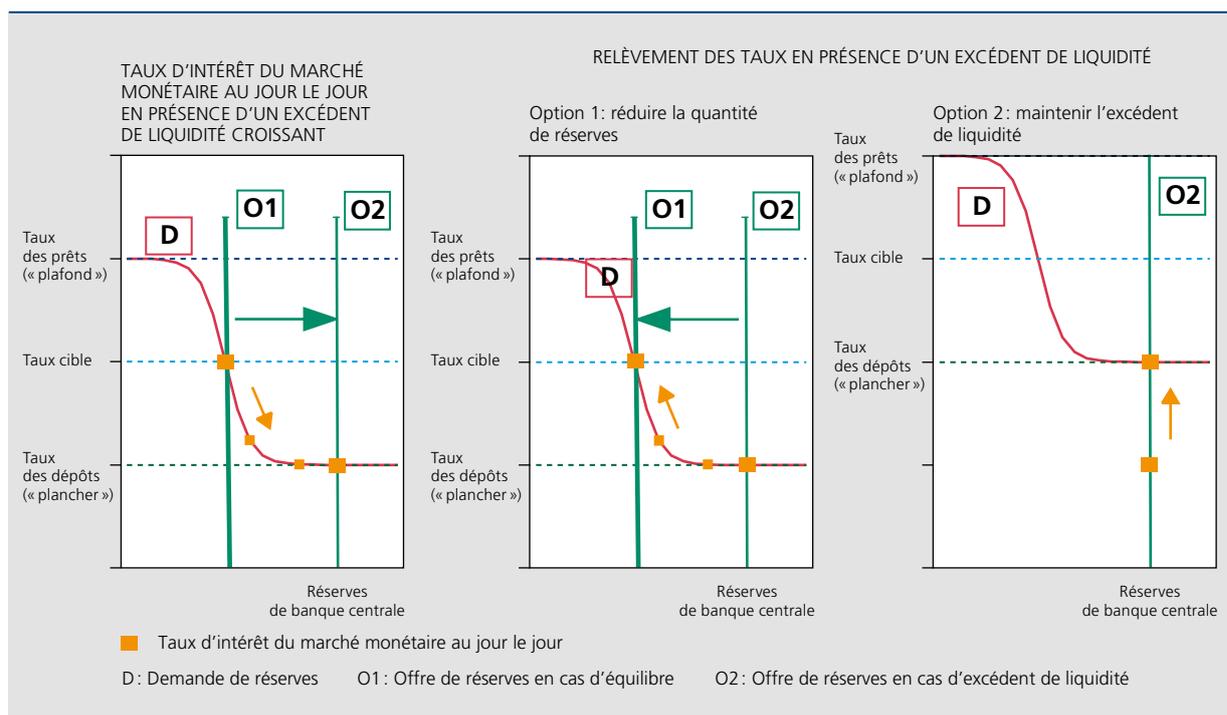
Le taux des prêts et celui des dépôts complètent le corridor. Le taux des prêts est le taux auquel la banque centrale prête, contre nantissements, de la liquidité aux contreparties qui accusent un déficit à la fin de la journée et qui ne peuvent ou ne veulent pas le combler sur le marché. En temps normal, le taux des prêts constitue le

plafond du taux d'intérêt du marché monétaire au jour le jour puisque les contreparties de la banque centrale peuvent toujours obtenir des liquidités à ce taux en dehors du marché et qu'elles n'ont donc aucune raison d'emprunter à un taux plus élevé. Dans la zone euro, le taux des prêts est le taux de la facilité de prêt marginal; aux États-Unis, c'est le taux de la *discount window*.

Le taux des dépôts est la rémunération des dépôts sur le compte courant des contreparties auprès de la banque centrale. Ce taux est en principe le taux plancher puisque les contreparties de la banque centrale peuvent à tout moment en bénéficier et qu'elles n'ont donc aucun intérêt à prêter à un taux inférieur. Dans la zone euro, le taux des dépôts est le taux de la facilité de dépôt; aux États-Unis, c'est le taux des *excess reserves*.

Si l'offre de réserves de banque centrale augmente jusqu'à créer un excédent de liquidité, le taux du marché monétaire au jour le jour va se contracter. C'est ce qui s'est passé lors de la crise financière lorsque, dans la zone euro notamment, les banques, inquiètes du risque de contrepartie, n'ont plus voulu se prêter mutuellement des fonds sur le marché interbancaire, contraignant ainsi la banque centrale à suppléer les liquidités manquantes. Les États-Unis ont eux aussi vu leur liquidité passer en excédent lorsque la Réserve fédérale a décidé de lancer des programmes d'achats de titres de créance à des fins de politique monétaire expansionniste.

**GRAPHIQUE 8** POLITIQUE MONÉTAIRE EN PRÉSENCE D'UN EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ



L'un des défis que devront relever les banques centrales ces prochaines années consistera à mettre en œuvre, en dépit d'un abondant excédent de liquidité, une politique de taux d'intérêt plus restrictive en orientant à la hausse le taux d'intérêt du marché monétaire au jour le jour. En principe – si les mécanismes de transmission de la politique monétaire fonctionnent correctement –, un tel relèvement du taux du marché monétaire au jour le jour devrait se transmettre aux autres taux du marché. Deux options s'offrent à la banque centrale pour parvenir à mettre en place une politique restrictive.

La première est que la banque centrale a la possibilité de réduire la quantité des réserves jusqu'à ce que le marché des réserves de banque centrale renoue avec l'équilibre. Dans l'hypothèse d'un fonctionnement correct du marché interbancaire, le taux directeur central retrouvera son rôle de taux cible pour le taux du marché monétaire au jour le jour. La banque centrale mettra alors en œuvre sa politique restrictive en continuant de relever le taux directeur central. Les deux autres taux directeurs – le taux des prêts et celui des dépôts – suivent habituellement le mouvement et augmentent à leur tour. Avant la crise financière, ce cadre opérationnel était largement répandu dans la plupart des économies avancées, y compris dans la zone euro et aux États-Unis.

Les banques centrales peuvent également mener des opérations de retrait de liquidité en agissant sur le passif de leur bilan. Ce faisant, la taille du bilan de la banque centrale ne varie pas; c'est la composition du passif qui s'en trouve modifiée. Ainsi, l'Eurosystème a absorbé jusqu'il y a peu la liquidité créée par le programme pour les marchés de titre (Securities Markets Programme – SMP) en proposant des dépôts à terme d'une semaine. La Réserve fédérale a quant à elle à sa disposition l'instrumentaire des dépôts à terme et des opérations de prise en pension (*reverse repo*) d'une durée d'une semaine ou plus; elle a déjà procédé à plusieurs tests opérationnels en ce sens. Cela dit, la banque centrale est tributaire de la volonté du marché de participer à ces opérations. Or, la disposition des marchés à cet égard dépend de l'ampleur de l'excédent de liquidité. Les contreparties seront d'autant plus intéressées que l'excédent sera important. Il faut par ailleurs tenir compte du taux offert par la banque centrale et du degré de tension sur les marchés financiers, qui détermine les besoins de liquidité en fin de mois ou de trimestre. Si le trop-plein de liquidité est très élevé – à l'instar des 2 500 milliards de dollars d'excédent aux États-Unis au quatrième trimestre de 2014 –, le volume de réserves à absorber est tel qu'il faut offrir un taux très attractif sur les dépôts à terme et sur les opérations de prise en pension. Au point que le niveau de ces taux pourrait sérieusement perturber le fonctionnement du marché monétaire.

Une autre façon pour les banques centrales d'élaguer leur surplus de liquidité est de faire marche arrière sur les programmes d'achats d'actifs qu'elles avaient instaurés. Il s'agit d'une mesure plus structurelle en ce qu'elle permet de comprimer de manière permanente le bilan de banque centrale. Compte tenu du niveau actuel des actifs aux mains des banques centrales, une vente massive et rapide provoquerait une volatilité inédite sur les marchés financiers. L'incidence sur la stabilité financière intérieure et mondiale constitue, dans le cas de la Réserve fédérale, une raison déterminante de ne pas s'engager dans cette voie. Si des actifs détenus doivent être vendus à perte, cela risque par ailleurs de se répercuter sur le compte de résultats de la banque centrale, compromettant ainsi son indépendance financière.

La seconde option consiste à maintenir le surplus de liquidités et, partant, la pression à la baisse sur le taux du marché au jour le jour, au sein du corridor des taux d'intérêt, et à mettre en œuvre la politique monétaire plus restrictive en relevant le taux plancher. Cette option est fréquemment citée dans la littérature comme étant un système de taux plancher.

L'avantage d'un système de taux plancher est que la politique de taux d'intérêt et, partant, l'orientation de la politique monétaire, peuvent être définies indépendamment du niveau du surplus de liquidités ou de la taille du bilan des banques centrales. Cet avantage s'avère particulièrement important lorsque le surplus de liquidités est né d'une motivation autre que la seule orientation de la politique monétaire. Ainsi, l'Eurosystème a instauré l'allocation illimitée de liquidités à taux fixe à l'aune du dysfonctionnement du marché interbancaire, ce qui a entraîné des fluctuations des bilans de banques centrales alimentées par la demande. De même, les ventes d'actifs, par exemple dans le cas de la Réserve fédérale, peuvent ne pas être souhaitables du point de vue de la stabilité financière. Si toutefois les perspectives économiques et d'inflation induisent entre-temps une politique monétaire plus restrictive, un système de taux plancher permet de relever les taux sans devoir immédiatement toucher aux programmes d'achats ou à la procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies.

Un aspect important de cette seconde option est que le taux des dépôts constitue un taux plancher effectif pour le taux du marché au jour le jour. Pour l'Eurosystème, c'est toujours le cas mais, aux États-Unis, cela ne va pas de soi, comme l'évoquait la sous-section 3.2.2. Le cadre opérationnel de l'Eurosystème est un exemple d'environnement dans lequel le pouvoir effectif du taux plancher opère même en période de crise. Pendant la crise, il s'est formé un surplus de liquidités en raison du rôle d'intermédiation accru joué par la banque centrale (Boeckx et Ide, 2012).

Comme prévu en cas d'offre excédentaire de réserves de banque centrale, le taux du marché au jour le jour (Eonia) a chuté pour revenir aux alentours de son taux plancher, c'est-à-dire le taux de la facilité de dépôt. Au sein de l'Eurosystème, le taux Eonia n'a jamais été inférieur à cette limite. Les banques en excédent de liquidités ont toujours préféré recourir à la facilité de dépôt plutôt que de prêter leur surplus à un taux inférieur à celui de la facilité de dépôt. En d'autres termes, le système de corridor de l'Eurosystème fonctionne de manière effective et peut donc servir à faire grimper les taux de marché, même en cas d'abondant surplus de liquidités. Deux facteurs contribuent à l'efficacité de la transmission du taux plancher à d'autres taux de marché. D'abord, de nombreuses banques peuvent être contreparties de l'Eurosystème et avoir un accès direct à la facilité de dépôt. Ensuite, le financement de l'économie dans la zone euro se déroule en grande partie par l'entremise du système bancaire, de sorte que les conditions financières régnant dans l'économie réelle sont effectivement influencées par le taux plancher.

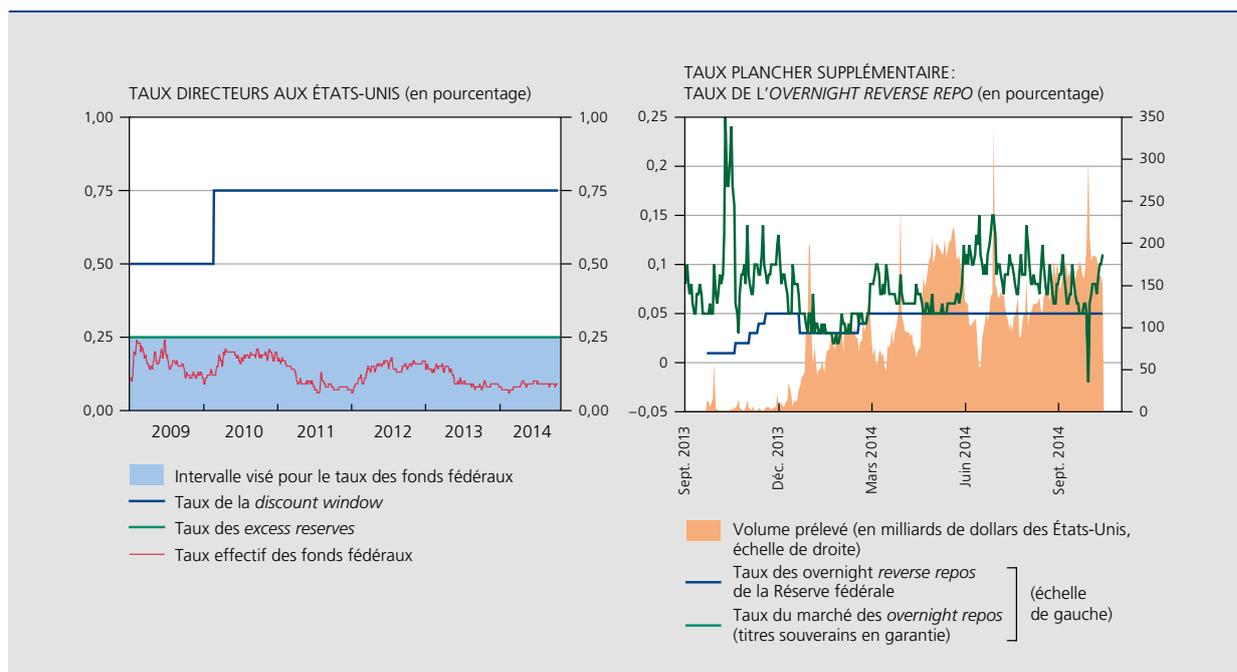
Enfin, il convient de noter que l'existence d'un système de corridor avec taux plancher ne peut empêcher d'autres taux de marché d'être inférieurs à ce taux plancher. Les raisons en sont que les investisseurs n'ont pas tous accès à la facilité de dépôt de la banque centrale et que d'autres considérations quant au risque couru pour le rendement escompté peuvent jouer un rôle dans les décisions de

placement. Ainsi, en période de tensions accrues, les rendements de certains titres souverains dont l'échéance est proche ont été inférieurs au taux de la facilité de dépôt. Cet accès restreint des opérateurs des marchés financiers aux facilités des banques centrales rémunérées au taux plancher constitue également un défi pour la Réserve fédérale.

### 3.2.2 Réserve fédérale : des trous dans le plancher ?

À l'instar de l'Eurosystème, la Réserve fédérale visait, avant la crise, à atteindre l'équilibre sur le marché des réserves de banque centrale, et ce en procédant sur une base journalière – plutôt que sur une base hebdomadaire comme c'est le cas dans l'Eurosystème – à des opérations d'*open market*, principalement des *repos*, avec ses contreparties. Depuis l'éclatement de la crise financière, le cadre opérationnel de la Réserve fédérale a lui aussi évolué vers un système de corridor. Le taux de la *discount window* constitue en principe le plafond du taux du marché au jour le jour – le taux effectif des fonds fédéraux –, et le niveau de *interest on excess reserves* (IOER), instauré en octobre 2008, est la rémunération que verse la Réserve fédérale aux banques, c'est-à-dire aux établissements de dépôt, sur les réserves excédentaires détenues. En décembre 2008, le FOMC a établi un intervalle allant de 0 à 0,25 % pour l'objectif en matière de taux des fonds fédéraux, le taux de la *discount window* s'établissant actuellement à 0,75 % et celui des *excess reserves* à 0,25 %.

GRAPHIQUE 9 LE MARCHÉ MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS



Sources : Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Bank of New York.

Dans ses principes relatifs à la normalisation de sa politique monétaire de septembre 2014, le FOMC souligne qu'il mettra en œuvre une politique plus restrictive en relevant l'intervalle des taux cibles des fonds fédéraux. L'ajustement du taux du marché au jour le jour passera dès lors par la hausse du taux des *excess reserves*, c'est-à-dire par le maintien d'un système de taux plancher. Il est frappant de constater que le taux du marché au jour le jour est inférieur au taux plancher. En d'autres termes, certains établissements financiers prêtent et empruntent des réserves de banque centrale à un taux inférieur au taux de dépôt dont les banques peuvent bénéficier sur le compte courant qu'elles détiennent auprès de la Réserve fédérale.

Cette situation tient essentiellement à deux facteurs. Premièrement, les Government-Sponsored Enterprises (GSE), comme Fanny Mae, Freddy Mac et les Federal Home Loan Banks, interviennent sur le marché des fonds fédéraux mais ne perçoivent pas d'intérêts sur les *excess reserves* présentes sur le compte qu'elles détiennent auprès de la Réserve fédérale. Cet important volume d'*excess reserves* exerce une pression à la baisse sur le taux du marché au jour le jour. Deuxièmement, les établissements de dépôt qui ont accès à la facilité IOER peuvent en principe opérer un arbitrage en empruntant des fonds fédéraux aux GSE pour les déposer, contre rémunération, auprès de la banque. Cela ne se produit toutefois pas, ou alors seulement dans une faible mesure. L'explication en est que, depuis 2011, les banques doivent s'acquitter d'un coût auprès de la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), coût qui est lié à la taille de leur bilan. Opérer l'arbitrage sur le marché des fonds fédéraux induit un gonflement du bilan, et le coût à acquitter au régulateur, s'il varie selon l'établissement, se situe en moyenne entre 10 et 15 points de base. Les banques étrangères détenant un compte auprès de la Réserve fédérale échappent toutefois à cet écot et sont donc assez actives sur le marché des fonds fédéraux. Il n'est cependant pas aisé de déterminer dans quelle mesure ces banques étrangères garantissent une bonne transmission du taux plancher aux autres segments de marché.

L'écart négatif entre l'IOER, qui doit en principe faire office de taux plancher, et le taux du marché au jour le jour constitue un défi majeur pour la Réserve fédérale dans le cadre de la normalisation de sa politique monétaire, en raison de l'incertitude entachant la question de la bonne transmission d'un taux plancher qui serait supérieur aux taux de marché à court terme (Gagnon et Sack, 2014). C'est pourquoi le FOMC évoque, dans les principes de normalisation de sa politique, un taux plancher complémentaire, à savoir celui des *overnight reverse repos*. Cette facilité ne sera toutefois utilisée qu'à mesure que la Réserve fédérale s'avérera incapable d'orienter le taux

du marché au jour le jour dans les limites de l'intervalle souhaité à l'aide du seul taux des *excess reserves*.

L'*overnight reverse repo* est une opération d'*open market* qui vise à absorber des liquidités et par laquelle la contrepartie perçoit de la Réserve fédérale, pendant la durée de l'opération, c'est-à-dire au jour le jour, des intérêts ainsi qu'une garantie sous la forme de titres souverains. Cette opération ne modifie pas la taille du bilan de la banque centrale mais bien la composition du passif, c'est-à-dire que le surplus de liquidités enregistré dans le chef des réserves de banque centrale diminue. Une caractéristique significative de cet instrument est qu'outre les contreparties traditionnelles comme les établissements de dépôt et les GSE, il fait aussi intervenir des fonds du marché monétaire. L'élargissement de l'éventail des contreparties à des parties actives sur d'autres segments des marchés financiers est important pour l'efficacité d'un taux plancher lors de la transmission à d'autres taux du marché (cf. le grand nombre de contreparties de l'Eurosystème dans la zone euro, où le financement bancaire est prépondérant). Si la facilité des *reverse repos* est mise en œuvre par voie d'allocation illimitée de liquidités à taux fixe, le taux de l'*overnight reverse repo* devrait faire office de taux plancher (complémentaire). Par analogie avec le taux des *excess reserves*, les fonds du marché monétaire ou les GSE ne concluraient en principe aucun contrat *repo* au jour le jour garanti par des titres souverains à un taux inférieur à celui offert par la Réserve fédérale. En effet, les *overnight repos* garantis par des titres souverains sont des actifs particulièrement sûrs, a fortiori lorsque la contrepartie est la Réserve fédérale.

On peut toutefois noter que le premier effet direct décrit de cette facilité, à savoir l'absorption de réserves, peut également être mis à profit à un stade ultérieur du processus de normalisation. En effet, un recours accru à la facilité de l'*overnight reverse repo* entraînerait l'absorption d'une grande quantité de réserves, faisant ainsi grimper leur prix, ce qui pourrait contribuer à renforcer le signal du resserrement de la politique monétaire. Un recours excessif à la facilité de l'*overnight reverse repo* implique toutefois le risque que les réserves de banque centrale disponibles diminuent à tel point que le taux du marché au jour le jour devient supérieur à l'objectif en matière de taux, ce qui pourrait provoquer un durcissement indésirable de la politique monétaire.

En 2013 et en 2014, la Réserve fédérale a déjà procédé à des tests visant à vérifier le bon fonctionnement de la facilité de l'*overnight reverse repo*. Ces tests ont pris la forme d'un montant déterminé alloué à taux fixe par contrepartie. Le montant est progressivement passé de 0,5 milliard de dollars des États-Unis par contrepartie à 10 milliards actuellement, et le taux atteint aujourd'hui

5 points de base, contre 1 au début. Ce sont principalement les fonds du marché monétaire qui participent à ces opérations (Potter, 2014). La Réserve fédérale constate également que les montants inscrits sont généralement plus élevés lorsque l'écart entre le taux du marché et le taux offert par la Réserve fédérale est relativement faible. En outre, les montants inscrits sont importants vers les fins de mois et de trimestre, lorsque l'accès des fonds du marché monétaire aux investissements sûrs au jour le jour est moindre. Selon la Réserve fédérale, les résultats provisoires sont satisfaisants, et le taux de l'*overnight reverse repo* semble remplir sa fonction de taux plancher.

#### 4. Normalisation aux États-Unis et effets de débordement dans la zone euro

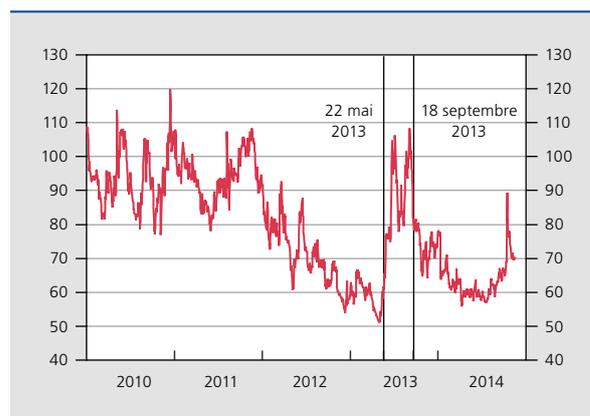
Une normalisation asynchrone des politiques monétaires dans les grandes économies avancées présente des risques liés, notamment, à des effets de débordement non souhaités. Dans un monde économiquement et financièrement intégré, les effets de mesures monétaires adoptées par un bloc économique peuvent en effet aisément se transmettre à d'autres, sans pour autant que leur propre situation macroéconomique ne le justifie. Dans ce contexte et dans le but d'illustrer les possibles perturbations à venir, nous analysons ici les conséquences des premiers signaux de normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, ainsi que les effets de débordement qui en ont découlé pour la zone euro.

##### 4.1 L'épisode du *tapering* de 2013

Le 22 mai 2013, Ben Bernanke, alors président de la Réserve fédérale, a suggéré lors d'une intervention au Congrès que la Fed pourrait, dans la mesure où la santé de l'économie continuait de s'améliorer, décider d'infléchir (« to taper ») ses achats de bons du Trésor américain et de MBS. Il a confirmé ses propos le 19 juin au cours d'une conférence de presse. Ces annonces, qui intervenaient à la suite d'une longue période d'assouplissement monétaire, ont largement surpris les intervenants de marché et ont suscité une incertitude accrue quant aux intentions futures de la Fed, tant pour ce qui est des achats d'actifs que des taux directeurs. Bien que la Fed ait établi une scission de principe entre ses décisions de taux et d'achat d'actifs, la conclusion de ses acquisitions de titres est en effet considérée comme un préalable au relèvement des taux, de manière à éviter la transmission de signaux de politique monétaire contradictoires. D'importantes liquidations de titres et une forte volatilité ont caractérisé les marchés financiers au cours des mois qui ont suivi (BRI, 2014).

**GRAPHIQUE 10** VOLATILITÉ IMPLICITE DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN

(points de base).



Source : Thomson Reuters Datastream.

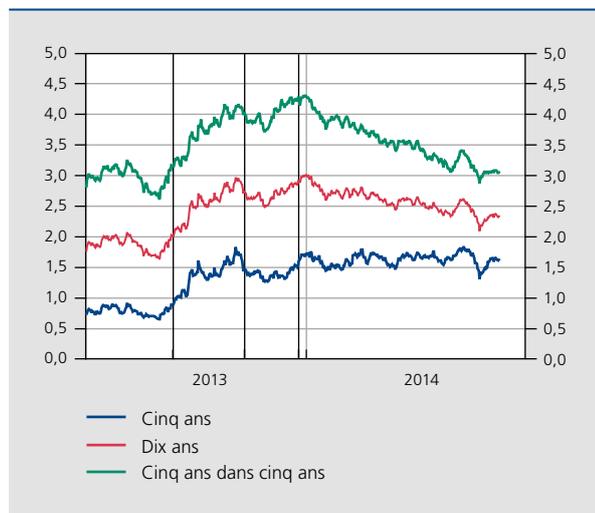
(1) Indice MOVE (Merill Option Volatility Expectations) mesurant la volatilité implicite à court terme sur les bons du Trésor américain de différentes maturités. Les lignes verticales marquent respectivement les premières déclarations de Ben Bernanke, le 22 mai 2013, et le communiqué de la Réserve fédérale du 18 septembre 2013, qui indique qu'elle s'est temporairement refusée à réduire ses achats.

En dépit du fait qu'aucune hausse des taux directeurs n'a été entérinée, la seule évocation d'une réduction des achats d'actifs par la Réserve fédérale a généré une vive réaction sur les marchés obligataires. En l'espace de quelques mois à peine, le taux des bons du Trésor à dix ans a gagné environ 1 point de pourcentage, passant d'un peu moins de 2 % à la fin de mai à près de 3 % à la mi-septembre 2013. Le taux à cinq ans dans cinq ans, qui représente sa composante de long terme, a quant à lui gonflé de plus de 100 points de base sur la même période. Un développement qui n'est pas si surprenant lorsqu'on admet que les achats d'actifs pèsent avant tout sur la prime de terme, qui s'accroît avec la maturité des taux. Le taux à cinq ans, composante de court terme du taux à dix ans, a toutefois également grimpé sensiblement, ce qui démontre que les déclarations relatives aux achats de titres ont aussi contaminé les attentes concernant les taux à court terme futurs et, partant, les taux directeurs.

La hausse des taux à court terme a conduit Ben Bernanke à souligner, lors d'une intervention au Congrès en juillet 2013, que les taux directeurs resteraient à un bas niveau pendant une période exceptionnellement longue après la fin du programme d'achats d'actifs et que l'arrêt progressif de ce dernier serait conditionné par la situation économique et financière du pays. Les turbulences ne se sont que très partiellement estompées, et il aura fallu attendre l'annonce de la Fed indiquant qu'elle postposerait la modération de ses acquisitions de titres, le 18 septembre 2013, pour que les taux reviennent à des valeurs plus modérées. Survenue le 18 décembre 2013, l'annonce d'une diminution des achats à compter de janvier 2014

**GRAPHIQUE 11 RENDEMENTS DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN<sup>(1)</sup>**

(points de pourcentages).



Sources : Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

(1) Les lignes verticales marquent respectivement les premières déclarations de Ben Bernanke, le 22 mai 2013, le communiqué de la Réserve fédérale du 18 septembre 2013 qui indique qu'elle s'est temporairement refusée à réduire ses achats et son communiqué du 18 décembre 2013 par lequel elle fait savoir qu'elle diminuera ses achats à compter de janvier 2014.

était largement anticipée et n'a donc pas généré de vives réactions sur les marchés. La décision s'accompagnait en effet d'une déclaration selon laquelle le degré très accommodant de la politique monétaire serait maintenu pour un temps considérable après la fin du programme et le raffermissement de la reprise.

La réduction effective des achats d'actifs de la Réserve fédérale à compter de janvier 2014 n'a pas non plus créé de pression haussière sur les taux. Depuis le début de l'année, le taux à cinq ans est globalement demeuré assez stable, tandis que celui à cinq ans dans cinq ans a suivi une tendance nettement décroissante. Cette évolution étonnante s'apparente en réalité à une nouvelle « énigme », terme employé en 2005 par Alan Greenspan pour décrire la baisse des taux à long terme qui était alors allée de pair avec le relèvement des taux directeurs au cours des mois précédents (Greenspan, 2005).

Elle est due en partie à un allègement de la prime de terme (IMF, 2014), ce qui pourrait s'expliquer notamment par la faiblesse des taux souverains dans les autres économies avancées et par les incertitudes entourant la croissance économique mondiale, deux facteurs qui poussent les investisseurs à se tourner vers les bons du Trésor américain. Elle refléterait toutefois aussi un inflexissement des attentes concernant le niveau qu'atteindront les taux des fonds fédéraux à long terme (cf. section 3.1) et, dès lors, une révision à la baisse des anticipations relatives

à la croissance tendancielle (IMF, 2014). Une chute brutale des taux a été enregistrée à la mi-octobre, à la suite de la publication de chiffres macroéconomiques préoccupants en provenance des États-Unis et d'ailleurs. Si elles sont restées de courte durée, ces turbulences ont à nouveau témoigné des réactions abruptes que peuvent avoir les marchés.

#### 4.2 Facteurs qui pourraient contribuer à une plus forte volatilité des taux en période de normalisation

Les déclarations du printemps de 2013 ont provoqué un accès de volatilité et une hausse inattendue des taux d'intérêt. À l'inverse, la publication d'indicateurs macroéconomiques faisant craindre pour la santé de l'économie mondiale a généré une chute éclair des rendements à l'automne de 2014. Ces développements donnent à penser que, lorsqu'elle surviendra véritablement, la normalisation de la politique monétaire américaine pourrait bien se révéler mouvementée. Différents facteurs en particulier pourraient attiser les perturbations sur les marchés financiers.

Premièrement, l'incertitude entachant l'évolution future des taux cibles des fonds fédéraux pourrait s'avérer particulièrement élevée, en raison des limites des orientations prospectives. La Réserve fédérale pourrait bien – comme elle l'a annoncé – choisir de maintenir ses taux à des niveaux plus faibles plus longtemps que d'ordinaire. En contrepartie, elle risque toutefois de susciter à terme des attentes d'un resserrement monétaire plus rapide que lors des cycles précédents, lequel est considéré comme nécessaire afin d'empêcher une surchauffe ou la création de bulles.

Deuxièmement, comme l'indique la courbe des rendements des taux OIS, les intervenants de marché semblent s'attendre à ce que la politique soit plus accommodante durant une période plus longue que ce que n'anticipent les membres du FOMC eux-mêmes (cf. sous-section 3.1.2). Le public pourrait dès lors interpréter erronément les orientations prospectives de la Fed et sous-évaluer la mesure dans laquelle les taux à court terme pourraient évoluer en fonction des développements économiques. Une fois la normalisation enclenchée, la surprise et la confusion sur les intentions de la Réserve fédérale n'en seraient que plus grandes, ce qui pourrait bien conduire à une plus forte hausse des taux et à une volatilité accrue de ceux-ci.

Troisièmement, dans un environnement caractérisé par un niveau élevé de la liquidité excédentaire, il pourrait y avoir des inquiétudes sur la capacité des banques centrales à

contrôler parfaitement les taux du marché monétaire au cours du processus de normalisation. Comme expliqué à la sous-section 3.2.2, le FOMC dispose d'une série d'outils pour maîtriser les taux à court terme du marché monétaire, et les tests qui ont été conduits jusqu'ici se sont avérés concluants. Si les outils venaient à se montrer insuffisants dans les faits, il ne peut toutefois être exclu que la banque centrale doive s'engager dans des ventes d'actifs afin de réduire l'encours des réserves. La vente d'actifs pourrait également potentiellement se révéler nécessaire pour juguler l'inflation si celle-ci venait à dérapier. Quelles qu'en soient les raisons, les annonces ainsi que les ventes effectives de titres apparaissant au bilan des banques centrales devraient avoir des effets sur leurs prix, et donc sur les taux, comme cela a été observé lors des achats.

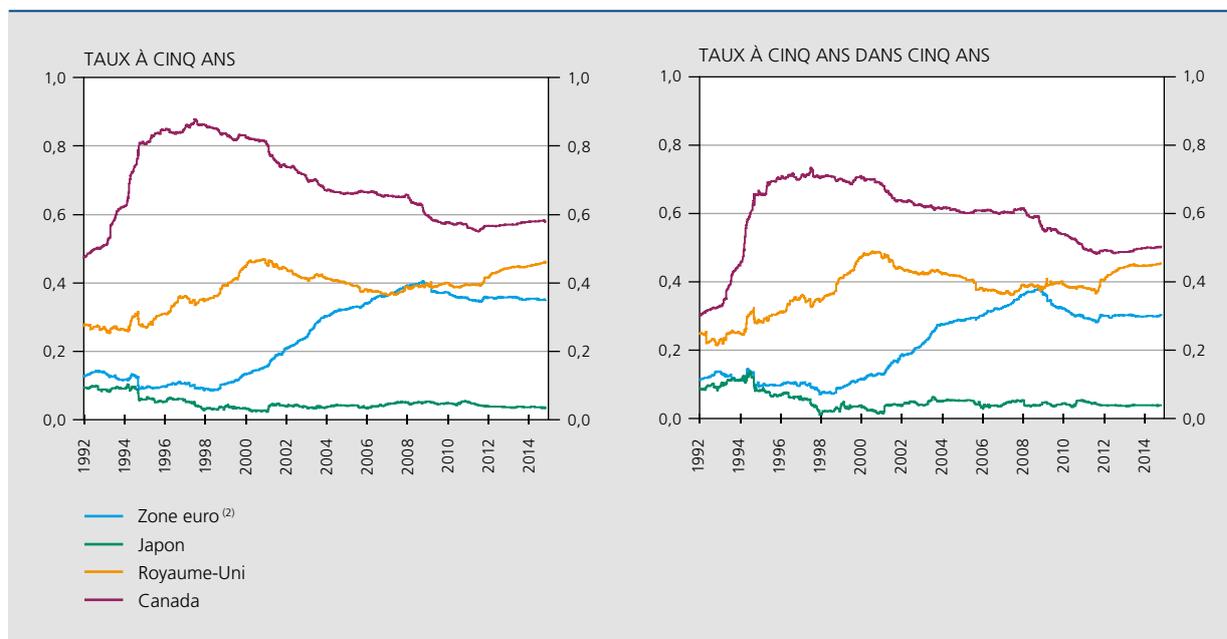
Enfin, la récente baisse structurelle de la liquidité des marchés obligataires pourrait exacerber les problèmes identifiés ci-dessus (IMF, 2014). En particulier, les stocks de titres à revenu fixe des teneurs de marché sont en constante diminution depuis 2007, ce qui a probablement réduit l'aptitude des négociants à absorber des chocs au cours de périodes de tensions. Si certaines entités non bancaires ont émergé comme des substituts aux courtiers-négociants, leur nombre serait insuffisant pour compenser la compression de la capacité d'intermédiation de ces derniers.

### 4.3 Normalisation et effets de débordement

Étant donné le poids des États-Unis dans l'économie mondiale et le rôle capital du dollar américain en tant que monnaie de réserve, les développements financiers observés outre-Atlantique peuvent avoir des répercussions globales, s'étendant à un large éventail d'actifs dans les économies avancées et émergentes. Les perturbations qui pourraient découler de la normalisation de la politique monétaire américaine posent ainsi la question des retombées pour les pays tiers.

Dans ce contexte, il est pertinent de se pencher sur l'influence des taux d'intérêt américains sur ceux des autres économies. Une mesure assez simple de ce lien est le degré de synchronisation des changements journaliers dans les taux à cinq ans et dans les taux à cinq ans dans cinq ans des obligations souveraines avec les bons du Trésor américain. La synchronisation des taux à cinq ans tend à refléter le degré de convergence dans les attentes relatives aux taux directs et, dès lors, dans la corrélation des cycles économiques, qui dépend en partie de l'intégration commerciale. En revanche, la synchronisation des changements journaliers du taux à cinq ans dans cinq ans indique plutôt le parallélisme dans l'évolution des primes de terme et témoigne ainsi davantage de l'intégration financière. Certains parlent à ce titre de

GRAPHIQUE 12 SYNCHRONISATION DES TAUX AVEC LES ÉTATS-UNIS <sup>(1)</sup>



Sources : Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

(1) Coefficients d'une régression (sur fenêtre glissante de 60 mois) des changements journaliers dans les taux souverains en fonction des changements journaliers dans les taux des bons du Trésor américain de même maturité.

(2) Les taux utilisés pour la zone euro correspondent à la moyenne des taux des principaux pays de la zone notés AAA au 30 juin 2013 (Allemagne, Autriche, Finlande, France et Pays-Bas).

l'existence d'un cycle financier global, caractérisé par des évolutions conjointes entre les prix des actifs, les flux de capitaux et les niveaux d'endettement (Rey, 2013).

De manière générale, on observe une synchronisation accrue entre les taux américains et ceux de la zone euro à compter de la fin des années 1990. Depuis l'émergence de la crise, ce degré de synchronisation s'est toutefois réduit, alors qu'il s'est renforcé entre les taux américains et leurs pendants britanniques. C'est tout particulièrement le cas pour le taux à cinq ans dans cinq ans, ce qui pourrait s'expliquer par le fait que l'Eurosystème n'a pas adopté de programme d'assouplissement quantitatif, contrairement à la Réserve fédérale et à la Banque d'Angleterre. Aux extrêmes, il est intéressant de noter que la synchronisation des taux avec les États-Unis est particulièrement forte pour le Canada, ce qui n'est pas étonnant compte tenu des liens réels et financiers étroits qu'entretiennent les deux pays. À l'inverse, la synchronisation entre les taux japonais et américains reste extrêmement faible depuis le début des années 1990, ce qui témoigne des différences significatives en termes de performances macroéconomiques entre les deux nations au cours des deux dernières décennies.

Si la synchronisation témoigne de la possible contagion des évolutions de taux entre les États-Unis et une économie tierce, il y a lieu également de s'intéresser à la cause du resserrement des conditions financières aux États-Unis, dans la mesure où celle-ci détermine les effets de la contamination. Selon le FMI (FMI, 2014), il y a lieu de distinguer les chocs « réels » et les chocs « monétaires ». Les chocs « réels » positifs renvoient à une amélioration des perspectives de croissance, et la hausse des taux concomitante s'apparente à une réaction normale de la politique monétaire aux développements macroéconomiques. Par contre, les chocs « monétaires » positifs entraînent des augmentations de taux qui ne trouvent pas de justification dans l'évolution de la situation macroéconomique. Ils peuvent être interprétés comme des déviations par rapport à une règle de politique monétaire telle que la règle de Taylor ou traduire une majoration de la prime de terme à la suite de turbulences financières. Les chocs réels n'exercent pas nécessairement d'effets négatifs sur les pays touchés dans la mesure où le gonflement des rendements qui les accompagne est compensé par la stimulation des exportations découlant de la progression de l'activité économique aux États-Unis. En revanche, les chocs monétaires génèrent des effets de débordement négatifs sur les pays tiers car le redressement des rendements n'est pas compensé et affaiblit l'économie.

L'influence respective des deux types de chocs fluctue largement dans le temps. Selon le FMI (FMI, 2014), le relèvement initial des taux des bons du Trésor à dix ans à

la suite des déclarations de Ben Bernanke au printemps de 2013 a ainsi plutôt été de nature monétaire, alors que la hausse finale enregistrée entre mai 2013 et la mi-juillet 2014 serait entièrement imputable à des chocs réels. À l'avenir, un processus de normalisation graduel et motivé par un renforcement de l'activité économique sera de nature à prévenir les risques d'instabilité financière et ne devrait pas avoir de répercussions négatives significatives.

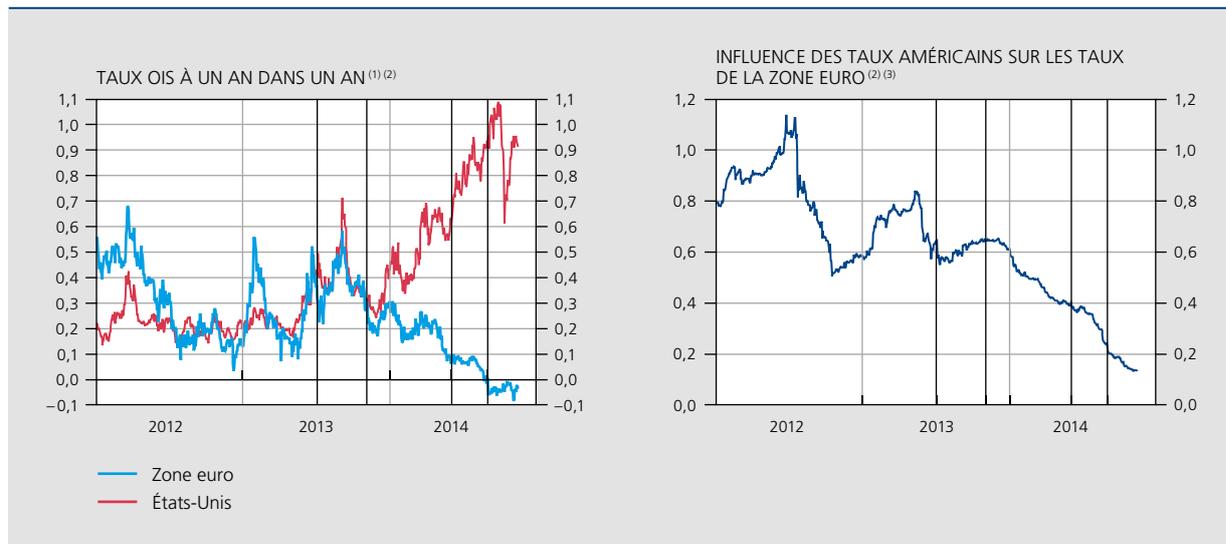
La synchronisation observée historiquement entre les taux américains et ceux de la zone euro montre que cette dernière pourrait bien subir les retombées de potentielles perturbations liées à la normalisation de la politique monétaire américaine. Ces répercussions dépendront de l'ampleur et de la nature des chocs sous-jacents. Indépendamment du type de choc, il se peut néanmoins que l'orientation de la politique monétaire de l'Eurosystème soit bouleversée et ne reflète dès lors plus la faiblesse des fondamentaux économiques de la zone euro. Dans la section qui suit, nous nous intéresserons aux retombées de l'épisode du *tapering* et à la manière dont l'Eurosystème a su préserver l'indépendance de sa politique monétaire au cours de la période récente.

#### 4.4 Découplage de la zone euro au cours de la période récente

Afin d'illustrer les effets dans la zone euro de la hausse des taux survenue outre-Atlantique à la mi-2013, il est pertinent d'observer l'évolution des taux de swap au jour le jour à un an dans un an aux États-Unis et dans la zone euro. Ceux-ci traduisent les anticipations de taux sur le marché monétaire durant la période de douze mois qui démarre dans douze mois et constituent ainsi un indicateur pertinent des attentes relatives à la politique monétaire.

Sur la base de ces taux, il ressort que l'augmentation des rendements américains au printemps de 2013 s'est amplement propagée à la zone euro. La montée des taux européens a pris place en dépit de l'introduction par l'Eurosystème d'orientations prospectives ayant pour but, notamment, de préserver l'orientation de sa politique monétaire des influences extérieures. Si l'annonce de ces dernières, le 4 juillet 2013, a entraîné un repli immédiat et sensible du taux à un an dans un an dans la zone euro, celui-ci est en effet rapidement reparti à la hausse, à la suite de la publication de données économiques plutôt favorables à l'intérieur et à l'extérieur de la zone. Il convient cependant de noter que l'efficacité des orientations prospectives ne se résume pas à leurs effets immédiats et qu'elle s'apprécie plus largement dans la durée, en fonction du degré de convergence entre les attentes de taux du marché et les intentions de la banque centrale. De ce point de vue, les évolutions

**GRAPHIQUE 13 DÉCOUPLAGE DE LA ZONE EURO VIS-À-VIS DES ÉTATS-UNIS**



Sources : Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

- (1) Taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de swap de taux d'intérêt qui perçoit les taux au jour le jour pour une durée d'un an dans un an (Eonia pour la zone euro, taux effectif des fonds fédéraux pour les États-Unis).
- (2) Les lignes verticales marquent 4 récentes décisions de l'Eurosystème : l'introduction des orientations prospectives le 4 juillet 2013, la baisse des taux directeurs du 7 novembre 2013, la baisse des taux directeurs du 5 juin 2014 et la baisse des taux directeurs du 4 septembre 2014.
- (3) Le graphique représente le coefficient de régression  $\beta$ , de l'équation :  $\Delta(OIS_{EA}) = C + \beta_1 \Delta(OIS_{US}) + \beta_2 \Delta(CESI_{EA})$  sur une fenêtre glissante de 250 jours. Où  $\Delta OIS_{EA}$  correspond à la variation journalière du taux OIS à un an dans un an dans la zone euro,  $\Delta OIS_{US}$  à la variation journalière du taux OIS à un an dans un an aux États-Unis et  $\Delta CESI_{EA}$  à la variation journalière de l'indice de surprise économique de Citigroup pour la zone euro.

ultérieures donnent à penser que les orientations prospectives ont bel et bien soutenu l'Eurosystème dans la conduite de sa politique monétaire.

Un découplage entre le taux européen et son pendant américain a en effet été amorcé à l'automne de 2013, au lendemain de la décision de l'Eurosystème, le 7 novembre 2013, d'abaisser une nouvelle fois ses taux directeurs. Peu après cette décision, les taux de part et d'autre de l'Atlantique ont commencé à diverger de manière substantielle et continue, au gré des mouvements dissemblables en termes de performances macroéconomiques en général, et de perspectives en matière d'inflation en particulier. Les récentes décisions de l'Eurosystème de procéder à de nouvelles réductions inédites de ses taux directeurs et d'adopter des mesures non conventionnelles additionnelles ont renforcé les divergences en termes d'orientation des politiques monétaires et accentué les écarts entre les taux d'intérêt.

Afin d'apprécier de manière plus fine l'influence des taux américains sur les taux européens, il est également utile de se référer à un modèle économétrique simple qui contrôle pour les effets des nouvelles informations macroéconomiques dans la zone euro. La régression étudiée est la suivante :

$$\Delta OIS_{EA} = C + \beta_1 (\Delta OIS_{US}) + \beta_2 (\Delta CESI_{EA}).$$

Où  $\Delta OIS_{EA}$  correspond à la variation journalière du taux OIS à un an dans un an dans la zone euro,  $\Delta OIS_{US}$  à la variation journalière du taux OIS à un an dans un an aux États-Unis et  $\Delta CESI_{EA}$  à la variation journalière de l'indice de surprise économique de Citigroup pour la zone euro. Le coefficient de régression  $\beta_1$  témoigne de l'influence des taux américains sur leurs pendants européens en tenant compte des surprises macroéconomiques pour la zone euro, ce dernier élément étant a priori le principal déterminant des attentes en matière de taux futurs. La construction de l'indice de surprise macroéconomique – qui représente une moyenne mobile des surprises passées et présentes – suggère de considérer les variations de cet indicateur afin de capturer les surprises les plus récentes.

L'évolution du coefficient de régression sur la base d'une fenêtre glissante de 250 jours confirme l'image d'un net découplage entre les taux de part et d'autre de l'Atlantique à partir de l'automne de 2013. Ce dernier s'établissait à 0,8 à la veille des déclarations de Ben Bernanke et à 0,65 au début de décembre 2013, soit une valeur significativement positive. Depuis lors, il s'affiche toutefois en recul constant, se rapprochant de zéro au cours de la période récente.

Il apparaît au final que si les développements financiers outre-Atlantique ont constitué un choc initial pour la zone euro, depuis la fin de 2013 l'Eurosystème a très

## Encadré – Normalisation asynchrone des politiques monétaires et cours de change

Outre aux retombées précitées découlant des taux d'intérêt, on peut également s'attendre à une incidence de la normalisation asynchrone des politiques monétaires via le cours de change. Il convient de souligner que l'explication des mouvements des cours de change bilatéraux et la définition de leurs déterminants sont complexes. En effet, il s'avère que la validation empirique des théories sur l'évolution des cours de change a toujours représenté un défi. L'intégration commerciale et financière accrue ainsi que la complexité des systèmes monétaire, financier et bancaire y ont certainement contribué. Dans le présent encadré, nous établissons un lien entre, d'une part, les différences d'orientation entre la politique monétaire des États-Unis et celle de la zone euro et, d'autre part, les fluctuations à court terme du cours de change bilatéral. À cet égard, une orientation plus expansive de la politique monétaire dans la zone euro – mesurée comme l'écart du taux d'intérêt à court terme anticipé – devrait selon nous entraîner une dépréciation de l'euro. Nous mesurons l'orientation de la politique monétaire comme le différentiel du taux attendu de l'OIS à trois mois dans neuf mois dans la zone euro et aux États-Unis.

Indépendamment de l'écart des taux d'intérêt à court terme, nous tenons également compte des fluctuations du VIX, qui mesure la volatilité sur les marchés boursiers américains, et de l'impact de la crise de la dette publique européenne sur le cours de change bilatéral. Ces deux facteurs reflètent l'incidence récente des risques de marché sur le cours de change. Ainsi, nous nous attendons à ce qu'une hausse du VIX s'accompagne d'une dépréciation de l'euro, au motif qu'un niveau élevé d'incertitude financière provoque un repli (*flight to safety*) sur les obligations d'État américaines. Nous mesurons la tension sur le marché européen de la dette publique comme l'écart entre les obligations d'État italiennes et allemandes à dix ans. Il s'agit d'une approximation de la confiance des investisseurs dans l'euro et des entrées et sorties de capitaux dans la zone euro. Nous anticipons qu'un élargissement du différentiel occasionnera une dépréciation de l'euro.

Après avoir procédé à l'estimation de l'équation ci-dessous, il apparaît que, pour expliquer la variation réelle du cours de change bilatéral, tant l'écart des taux d'intérêt à court terme que les deux approximations des tensions et de l'incertitude sur les marchés financiers sont significatifs. Les coefficients respectifs présentent également tous les trois le signe attendu ; une politique monétaire (anticipée) plus restrictive dans la zone euro entraîne une appréciation de l'euro, tandis qu'un accroissement de l'incertitude financière mondiale et une augmentation de l'écart sur les obligations d'État génèrent une dépréciation de l'euro par rapport au dollar des États-Unis.

$$\Delta \text{EUR/USD} = c + \beta_1 \Delta [E(i^{\text{ea}}) - E(i^{\text{US}})] + \beta_2 \Delta \text{Vix} + \beta_3 \Delta \text{Spread}$$

PÉRIODE ESTIMÉE : SEMAINE 1 DE 2008 – SEMAINE 42 DE 2014 ; 356 OBSERVATIONS

Variable		Erreur type	Statistique <i>t</i>	Valeur <i>p</i>
Constante	-0,0002	0,000793	-0,25	0,8025
$\beta_1$	0,0218	0,007043	3,09	0,0021
$\beta_2$	-0,0253	0,006423	-3,93	0,0001
$\beta_3$	-0,0100	0,004334	-2,30	0,0216

R<sup>2</sup> = 0,10

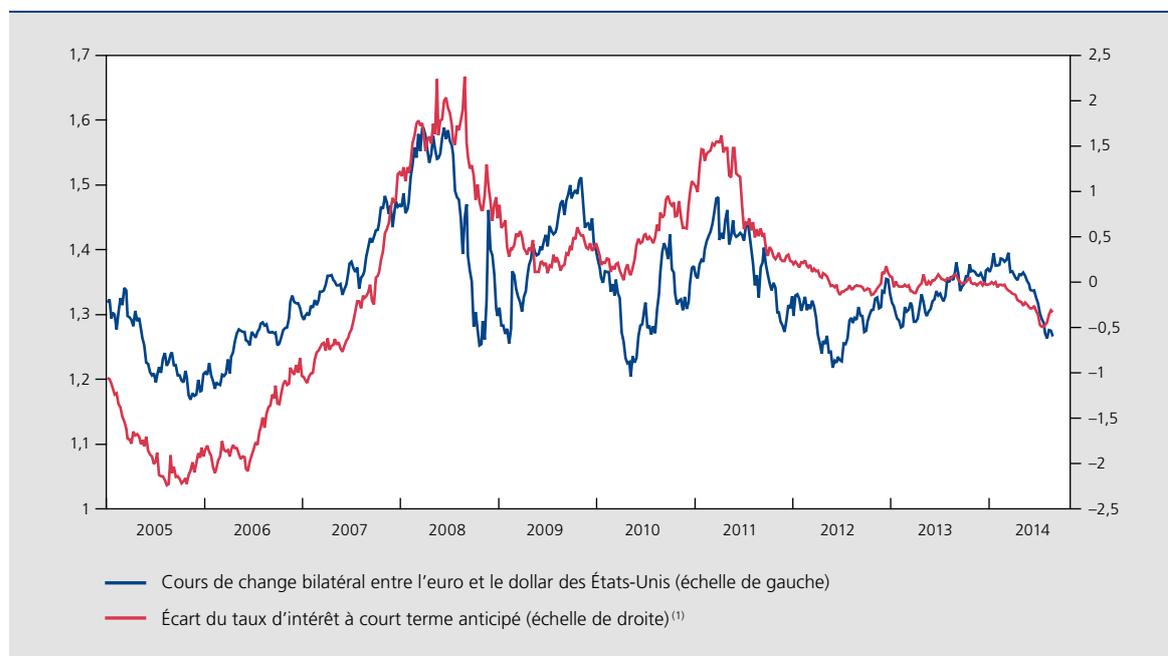
L'importance de l'orientation relative de la politique monétaire dans l'explication du cours de change ressort à l'examen de la période allant du second semestre de 2010 au premier semestre de 2011, lors du léger redressement des environnements macroéconomique et financier de la zone euro. La BCE a procédé à un resserrement effectif de son orientation politique au cours du printemps de 2011 en relevant son objectif en matière de taux. Cette période

s'est dès lors caractérisée par une appréciation de l'euro. Au plus fort de la crise de la dette publique, les écarts sur les obligations d'État des pays périphériques de la zone euro se sont creusés, annulant ainsi ces hausses des taux d'intérêt. L'euro s'est alors déprécié sans discontinuer jusqu'à l'annonce du programme des OMT à l'été de 2012.

Le regain de confiance dans l'euro consécutif à l'annonce des OMT – et, partant, la baisse des écarts sur les obligations d'États périphériques – a ensuite donné lieu à une nette progression de l'euro par rapport au dollar des États-Unis. Cette appréciation s'est maintenue jusqu'en mai 2014, même si, entre-temps, il était devenu évident que la divergence des perspectives macroéconomiques mènerait à une normalisation asynchrone des politiques monétaires (cf. partie 2). C'est surtout depuis le début de 2014, lorsque le FOMC a lui aussi adapté le ton et la teneur de sa déclaration ainsi que la publication de ses anticipations en matière de taux d'intérêt, que les anticipations en matière d'orientation de la politique monétaire ont fortement varié. Il a toutefois fallu attendre l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de mai 2014, lorsque le président Draghi a annoncé des mesures supplémentaires visant à relancer l'économie et l'inflation, pour que l'euro commence à se déprécier.

La taille relative du bilan des banques centrales de l'Eurosystème et de la Réserve fédérale a souvent été utilisée depuis la crise pour souligner la différence en matière d'orientation de la politique monétaire, et elle pourrait en principe contribuer à expliquer les fluctuations du cours de change bilatéral. Ce point de vue s'appuie notamment sur ce que l'on appelle le modèle monétaire, selon lequel l'évolution relative de la masse monétaire détermine le cours de change. Or, pour la période estimée, le ratio du bilan des banques centrales ne revêt pas de valeur explicative des mouvements à court terme du cours de change dans l'équation ci-dessus. En effet, la taille du bilan des banques centrales a surtout provoqué un raffermissement de la base monétaire, mais pas des mesures plus amples de la masse monétaire. Il n'est toutefois pas exclu que les mesures de politique monétaire, qui induisent non seulement une augmentation de la base monétaire mais également un accroissement de la masse monétaire large, aient effectivement une incidence sur l'évolution du cours de change.

#### COURS DE CHANGE BILATÉRAL DE L'EURO ET DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS ET ÉCART DE TAUX



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Le taux d'intérêt à court terme anticipé est le taux attendu de l'OIS à trois mois dans neuf mois.

largement su affirmer l'indépendance de sa propre politique monétaire vis-à-vis de celle de la Réserve fédérale et imprimer ainsi une orientation de politique en phase avec les fondamentaux économiques de la zone euro. C'est aussi ce qui ressort de l'évolution du taux de change de l'euro, qui s'est sensiblement déprécié à compter de mai 2014, tant vis-à-vis du dollar que sur une base nominale effective. Ce sujet est le thème de l'encadré ci-contre.

## Conclusion

Le présent article met en évidence le caractère toujours très accommodant des politiques monétaires menées dans les principales économies avancées, six années après le déclenchement de la grande récession. Le contexte macroéconomique actuel donne à penser que cette situation perdurera un temps encore. La normalisation de la politique monétaire amorcée aux États-Unis devrait toutefois se poursuivre, tandis qu'un assouplissement additionnel a pris place dans la zone euro. Ce caractère asynchrone de la sortie attendue des politiques monétaires accommodantes est également attesté par les anticipations de taux à court terme extraites des données financières.

Au printemps de 2013, les déclarations de Ben Bernanke évoquant une possible réduction des achats d'actifs de la Réserve fédérale ont provoqué un accès de volatilité et une nette hausse des taux sur les marchés obligataires. Ces développements témoignent des perturbations qui

pourraient à l'avenir accompagner le processus de normalisation et posent la question des retombées pour les pays tiers. Du fait de son poids dans l'économie mondiale et de l'importance de son système monétaire et financier, les évolutions financières outre-Atlantique risquent bien en effet d'avoir des répercussions globales.

En raison de ses liens économiques et financiers avec les États-Unis, la zone euro n'est pas à l'abri de retombées liées à une normalisation de la politique monétaire américaine. Ces dernières seront notamment fonction de l'ampleur et de la nature des chocs sous-jacents. Des chocs réels, qui renvoient à une amélioration des perspectives de croissance, n'exerceront pas nécessairement d'effets de débordement négatifs. À l'inverse, des chocs monétaires détachés des fondamentaux économiques seront assurément nuisibles. Indépendamment du type de choc, il se peut néanmoins que l'orientation de la politique monétaire de l'Eurosystème soit bouleversée et qu'elle ne reflète plus la faiblesse des fondamentaux économiques de la zone euro.

Le relèvement des taux américains à la mi-2013 a constitué un choc initial pour la zone euro et témoigne dès lors de la contagion possible des perturbations financières de part et d'autre de l'Atlantique. Depuis la fin de 2013, l'Eurosystème a toutefois très largement su affirmer l'indépendance de sa propre politique monétaire vis-à-vis de celle de la Réserve fédérale et imprimer ainsi une orientation de politique en adéquation avec la situation macroéconomique prévalant dans la zone euro.

## Bibliographie

Bauer M. D. et G. D. Rudebusch (2013) *The signalling channel for Federal Reserve bond purchases*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2011-21.

Boeckx J. et S. Ide (2012), « Ce que le recours à la facilité de dépôt peut nous apprendre, et ce qu'il ne nous apprend pas », BNB, *Revue économique*, juin, 31-38.

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.

BRI (2014), *Rapport annuel 2013/14*.

Council of Economic Advisers (2014), *The Labor Force Participation Rate Since 2007: Causes and Policy Implications* July.

de Sola Perea M. et C. Van Nieuwenhuyze (2014), « Intégration et fragmentation financières dans la zone euro », BNB, *Revue économique*, juin, 109-138.

Fergusson N., A. Schaab et M. Schularick (2014), *Central bank balance sheets: expansion and reduction since 1900*, Paper prepared for the May 2014 ECB conference in Sintra, 27 May.

FMI (2014), *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre.

FOMC (2014), *Policy Normalization Principles and Plans*, Federal Reserve Press Release, 17 September.

Gagnon, J. et B. Sack (2014), *Monetary Policy with Abundant Liquidity: An New Operating Framework for the Federal Reserve*, Peterson Institute for International Economics, *Policy Brief*, PB14-4, January.

Greenspan A. (2005), *Federal reserve board's semiannual monetary policy report to the Congress before the Committee on banking, housing, and urban affairs*, 16 February.

IMF (2013), *Global impact and challenges of unconventional monetary policies*, Policy Paper.

IMF (2014), *Global Financial Stability Report*, October.

Kahn A. (2010), *Monetary Policy under a Corridor Operating Framework*, Federal Reserve Bank of Kansas, *Economic Review*, 5-34, December.

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

OECD (2013), *Spillover Effects from Exiting Highly Expansionary Monetary Policies*, unclassified Working Paper.

Potter S. (2014), *Interest rate control during normalization*, Remarks at the SIFMA Conference on Securities Financial Transactions, New York City, October.

Rey H. (2013), *Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence*, Paper presented at the Jackson Hole Symposium, 24 August. Revised version forthcoming as a CEPR Discussion Paper.

Yellen J. L. (2014a), *What the Federal Reserve is Doing to Promote a Stronger Job Market*, Remarks at the 2014 National Interagency Community Reinvestment Conference, Chicago.

Yellen J. L. (2014b), *Labor Market Dynamics and Monetary Policy*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole.

# Changements récents dans le comportement d'épargne des ménages belges : l'incidence de l'incertitude

R. Basselier  
G. Langenus

## Introduction

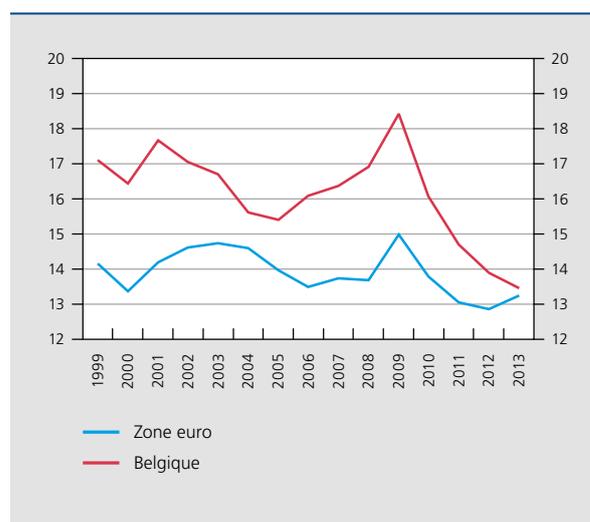
Le comportement d'épargne des ménages belges a profondément changé au cours de ces dernières années. Exprimée en pourcentage du revenu disponible brut, leur épargne a gonflé substantiellement à la veille de la Grande Récession et au cours de celle-ci, passant d'un peu plus de 15 % au milieu de la décennie précédente à 18,4 % en 2009. Les statistiques trimestrielles indiquent que le taux d'épargne a même culminé à plus de 19 % au premier trimestre de cette année-là. Au terme de la Grande Récession, le taux d'épargne des ménages s'est progressivement replié, pour retomber à un bas niveau historique d'en moyenne 13,5 % du revenu disponible en 2013.

Si le taux d'épargne des ménages de la zone euro affiche, dans une certaine mesure, la même évolution – progression avant la Grande Récession et recul après celle-ci –, les fluctuations ont tout de même été nettement plus prononcées en Belgique. Cela dit, l'écart positif avec le taux d'épargne des ménages de la zone euro a diminué systématiquement depuis 2009.

De toute évidence, différents facteurs de nature structurelle et cyclique sont à l'origine des changements dans le comportement d'épargne des ménages. Le présent article cherche en particulier à évaluer dans quelle mesure l'incertitude entourant les perspectives économiques générales et en matière de revenus a contribué à ces développements. L'article présente d'abord succinctement le cadre théorique pertinent, avant d'analyser, dans la partie empirique, les facteurs influençant le taux d'épargne.

**GRAPHIQUE 1** TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(données annuelles, pourcentages du revenu disponible)



Sources : CE, ICN.

## 1. Consommation et épargne : cadre théorique

Différentes théories tentent d'expliquer le niveau et l'évolution de l'épargne des ménages. Les plus répandues relèvent de l'école néoclassique. Elles supposent une certaine forme de comportement rationnel prospectif chez les ménages, en particulier dans la théorie du revenu permanent et l'hypothèse du cycle de vie, associées

respectivement aux noms de Friedman (1957) et d'Ando et Modigliani (1957, 1963). Selon ces théories, les consommateurs ne fondent pas nécessairement leurs décisions de consommation sur leur revenu disponible actuel, mais plutôt sur un certain concept de revenu permanent ou de richesse permanente, qui peut être défini comme la valeur actuelle du patrimoine immobilier et financier futur, les revenus actuels du travail ainsi que la valeur actualisée des revenus du travail que les ménages s'attendent à percevoir tout au long de leur vie. La consommation n'est dès lors pas influencée par des fluctuations à court terme des revenus, mais réagit plutôt à des chocs de revenu permanent. Cela peut expliquer les variations du taux d'épargne: si les consommateurs estiment que les chocs de revenu (positifs ou négatifs) ne sont que temporaires, ils pourraient ne pas ajuster complètement leurs habitudes de consommation, mais plutôt choisir de modifier leur taux d'épargne. Ce comportement implique également qu'une modification éventuelle de la politique (sur le plan fiscal ou monétaire) influera différemment sur la consommation selon que les consommateurs percevront ce changement comme étant de nature transitoire ou plus permanente. Sous des hypothèses plus strictes, en particulier quant aux préoccupations pour le bien-être des générations futures, l'«équivalence ricardienne» est d'application et les ménages réagissent intégralement aux restrictions budgétaires imposées par l'État, ce qui implique que tout changement dans l'épargne publique opéré par ajustement fiscal serait compensé par un mouvement équivalent de l'épargne privée (Barro, 1974).

Dans ces modèles néoclassiques, l'épargne (ou l'endettement) des ménages fait dans une certaine mesure office d'amortisseur, s'ajustant au fil du temps pour lisser la consommation. Toutefois, dans les faits, les ménages réagissent souvent plus vivement aux chocs de revenu actuel que ne le prévoit la théorie (Beznoska et Ochmann, 2012). Différents éléments peuvent expliquer ces écarts par rapport aux théories néoclassiques relatives à la consommation. Premièrement, les économistes comportementaux ont souligné que les ménages seraient moins prospectifs et rationnels en pratique qu'en théorie. D'après Trevisan (2013), les consommateurs ont tendance à s'appuyer sur des informations facilement disponibles, et ne prennent pas la peine de rassembler et d'interpréter l'ensemble des informations nécessaires pour prendre une décision. Plutôt que d'être déterminée par des raisonnements «rationnels», la consommation privée serait guidée dans une plus large mesure par des règles empiriques simples, les engagements, l'habitude et l'imitation (McFadden, 2013).

Deuxièmement, les théories néoclassiques évoquées ci-dessus partent du principe que les marchés financiers

fonctionnent parfaitement. En particulier, les ménages seraient toujours capables d'emprunter sur la base de leurs revenus futurs anticipés. Or, il est évident que dans les faits, certains consommateurs n'ont peut-être pas un accès complet au crédit, notamment parce que les banques perçoivent le risque de défaut comme étant trop élevé. Cette explication n'a cessé de gagner en pertinence depuis la crise financière et la récession, qui ont vu les banques devenir de plus en plus réticentes à accorder des prêts. Pour ces consommateurs en proie à des contraintes de liquidité, le lien entre consommation et revenus actuels s'est manifestement renforcé (Dreger et Reimers, 2011). Même pour les ménages dont l'épargne est suffisante, les contraintes de liquidité sont susceptibles de peser sur la consommation: certains ménages peuvent être tentés d'épargner davantage pour pouvoir financer certains achats (durables) futurs, plutôt que de devoir emprunter (Echeverría, 2002).

La troisième explication possible de la sensibilité excessive de la consommation aux revenus actuels a trait à l'incertitude. Dans le monde réel, les concepts de revenu permanent doivent être estimés, les ménages ne les connaissant pas avec certitude. L'incertitude entourant ces estimations est de nature à renforcer l'épargne de précaution, surtout en période de recul de l'activité. À cet égard, les modèles de Friedman et de Modigliani ont été complétés par les modèles de «stock régulateur», qui tiennent compte de l'épargne de précaution. Il convient de remarquer que le revenu n'est pas constant et peut varier tout au long de la vie active. Les ménages sont généralement réticents à prendre des risques, et ont tendance à éprouver une aversion pour cette incertitude quant aux revenus. Par conséquent, ils épargnent davantage, pour être capables de compenser les chocs soudains sur les revenus. L'épargne de précaution a également gagné en importance durant les années de crise, les chocs négatifs (importants) étant alors considérés comme plus probables et plus fréquents (Mody et al., 2012).

Le chapitre suivant se concentrera sur ce troisième élément et s'attachera à quantifier le niveau d'incertitude sur la base d'une série d'indicateurs.

## 2. Mesure de l'incertitude

Il est généralement admis que la Grande Récession a singulièrement accru l'incertitude. Comme l'évoque brièvement le chapitre précédent, l'incertitude peut inciter les ménages à épargner davantage, par peur d'une diminution de leurs revenus. L'incertitude n'est pas directement observable, mais plusieurs approches existent pour la quantifier. Ainsi, pour estimer l'incertitude sur les marchés

financiers, il est fréquent d'examiner le VIX, c'est-à-dire la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500.<sup>(1)</sup> Pour mesurer l'incertitude économique de façon plus large, la BCE (2013) distingue deux approches différentes :

- la « variance des projections » appliquée en utilisant soit les écarts types d'un ensemble de projections réalisées par différents prévisionnistes professionnels, soit la variance de la distribution des probabilités agrégées de ces projections qui prennent également en compte l'évaluation propre aux prévisionnistes de la variance de leurs anticipations ;
- l'« incertitude des ménages et des entreprises » basée sur l'hétérogénéité des réponses à certaines questions individuelles des enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Au niveau de la zone euro, les indicateurs d'incertitude considérés ont augmenté considérablement lorsque la crise financière a éclaté en 2008, puis, après s'être repliés au cours de 2009 et de 2010, ils ont à nouveau progressé au second semestre de 2011 sur fond de crise de la dette dans la zone euro (BCE, 2013). La suite du présent chapitre décrit différents indicateurs pour la Belgique et examine dans quelle mesure ils affichent la même évolution que les indicateurs d'incertitude de la zone euro.

## 2.1 Confiance et incertitude des consommateurs

Dans les années 1970, la Banque nationale de Belgique a lancé une enquête spécifique consacrée à la confiance des consommateurs. Dans le format actuel, tous les mois, un échantillon différent composé de 1 850 ménages est sondé. Outre des questions visant à établir le profil de la personne interrogée (sexe, âge, situation professionnelle, revenus et niveau de formation), 17 questions sont posées concernant la situation économique et le niveau du chômage, la situation financière personnelle et la capacité d'épargne du ménage, les évolutions des prix et les principales dépenses (telles que l'achat de véhicules, de mobilier ou d'autres biens durables, de même que la construction ou la rénovation de l'habitation). Ces questions portent sur les évolutions passées, (l'appréciation de) la situation actuelle et les perspectives pour les douze mois suivants. Les réponses sont qualitatives, à l'exception de deux d'entre elles concernant les évolutions des prix passées et à venir, pour lesquelles les personnes interrogées sont invitées à estimer un taux d'inflation. Seules quatre questions sont utilisées pour calculer l'indicateur de confiance des consommateurs de la Banque nationale de Belgique :

1. Comment voyez-vous l'évolution de la situation financière de votre ménage au cours des douze prochains mois ?
2. Comment voyez-vous l'évolution du chômage, en Belgique, au cours des douze prochains mois ?
3. Comment voyez-vous la situation économique générale de la Belgique au cours de douze prochains mois ?
4. Pensez-vous que vous pourrez mettre de l'argent de côté, c'est-à-dire épargner, au cours des douze prochains mois ?

En règle générale, six possibilités de réponse sont proposées : « forte amélioration » (PP), « légère amélioration » (P), « pas de changement », « légère dégradation » (M), « forte dégradation » (MM) ou « sans avis ». Pour chaque question, le solde des réponses est ensuite calculé selon la formule suivante :

$$Q_{ts} = (PP_t + \frac{1}{2} P_t) - (\frac{1}{2} M_t + MM_t)$$

où  $t$  peut prendre des valeurs comprises entre 1 et 4 et représente la question visée.

Le solde général de la confiance des consommateurs est alors défini comme la moyenne pondérée des soldes, corrigés des variations saisonnières, des questions 1 à 4. Cependant, le solde agrégé occulte l'hétérogénéité sous-jacente des réponses. Celle-ci est évaluée sur la base d'indicateurs d'incertitude spécifiques mesurant la variabilité des réponses, comme celui suggéré par la Commission européenne (2013) :

$$Q_{ii} = -1/6 \cdot \sum_{t=1}^6 \alpha_t \cdot \log(\alpha_t)$$

où  $\alpha_t$  équivaut à la proportion d'individus donnant l'une des six réponses possibles. Ici aussi,  $t$  peut prendre des valeurs comprises entre 1 et 4 et représente l'une des quatre questions.

L'indicateur vaut zéro si toutes les personnes interrogées optent pour la même réponse, ce qui reflète une absence d'incertitude. À l'inverse, l'indicateur atteint sa valeur maximale si les réponses se répartissent en proportions égales sur les différentes possibilités ; dans ce cas de figure, l'incertitude atteint son niveau le plus haut. Dans le graphique 2, l'indicateur d'incertitude, illustré par la ligne bleue, est normalisé, c'est-à-dire qu'il a été diminué de sa valeur moyenne à long terme et

(1) Le VIX est calculé et publié par le Chicago Board Options Exchange.

divisé par son écart-type. Sa valeur fluctue par conséquent autour de zéro. Lorsque l'indicateur se situe au-dessus (en-dessous) de zéro, l'incertitude est relativement plus élevée (faible) qu'en moyenne au cours de la période d'observation.

Le graphique 2 reproduit l'indicateur d'incertitude ( $Q_{it}$ ) ainsi que le solde des réponses ( $Q_{is}$ ) pour les quatre questions utilisées pour calculer l'indicateur du sentiment général des consommateurs. Il apparaît clairement que l'image qui se dégage varie quelque peu en fonction de la question concernée. Le graphique montre également que la relation entre le solde et l'indicateur d'incertitude varie d'une question à l'autre. Ainsi, dans le cas des anticipations relatives à la situation financière personnelle, l'incertitude est relativement plus élevée durant les périodes où le solde est plus faible, c'est-à-dire lorsque les perspectives sont plutôt mornes. Il en va de même pour la question qui porte sur les perspectives économiques générales. C'est toutefois l'inverse pour les anticipations en matière de chômage: les perspectives plus favorables (recul du chômage) ont tendance à coïncider avec une incertitude accrue, comme l'atteste l'hétérogénéité plus marquée des réponses à l'enquête.

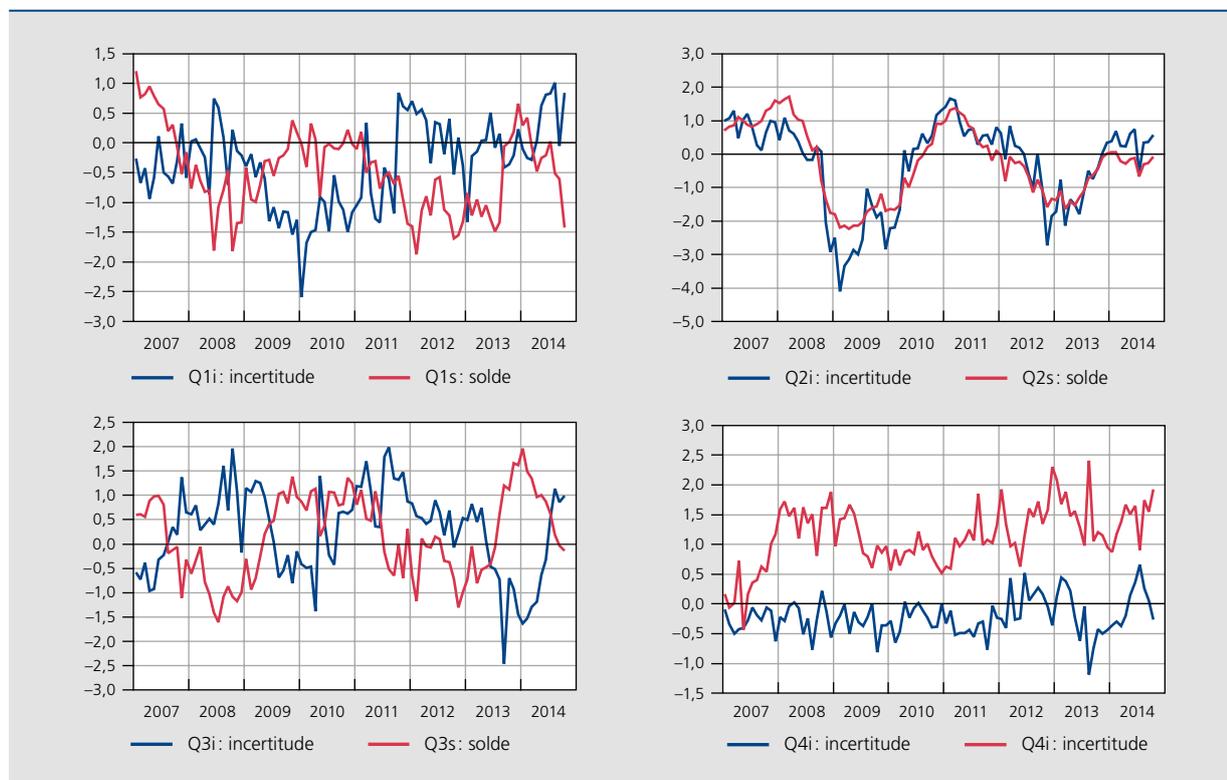
## 2.2 Indicateur de politique économique

Une autre approche visant à calculer l'incertitude repose sur la couverture médiatique. L'idée générale est que les médias s'étendront davantage sur l'incertitude si celle-ci est effectivement élevée ou orientée à la hausse. De surcroît, une couverture médiatique accrue est en soi de nature à accroître l'incertitude économique.

À cet égard, l'étude majeure de Baker, Bloom et Davis (2013) propose un indicateur synthétique d'incertitude en matière de politique économique (Economic Policy Uncertainty indicator, EPU), qui vise à estimer l'incertitude, sous une forme plus large, en matière de politique économique. Tobback et al. (2014) ont élargi cette approche et l'ont appliquée à la Belgique. Ils ont créé une version affinée de l'indice EPU existant en appliquant la fouille de texte (text mining) à la presse écrite belge néerlandophone. Ce processus a débouché sur deux indicateurs complémentaires de l'indice EPU initial (rebaptisé ici « indice EPU naïf »). L'indice « EPU modality » complète la liste d'éléments linguistiques exprimant l'incertitude par des mots ou des verbes qui indiquent également une certaine

**GRAPHIQUE 2** INDICATEUR D'INCERTITUDE ET SOLDE DES RÉPONSES AUX QUESTIONS DE L'ENQUÊTE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

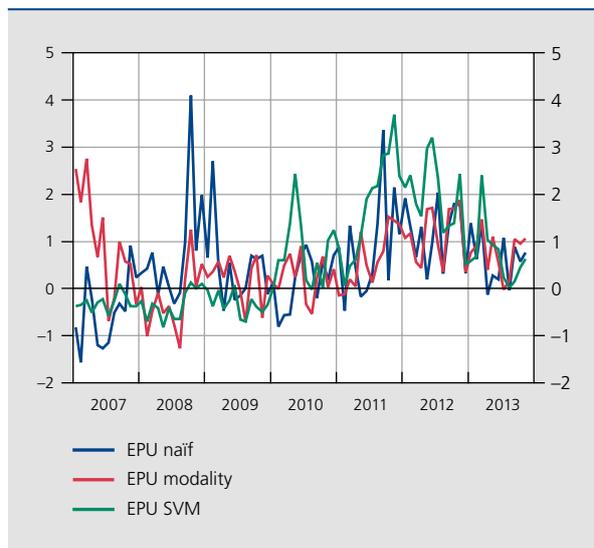
(Q1: situation financière; Q2: chômage; Q3: perspectives économiques générales; Q4: capacité d'épargne)



Note: toutes les variables ont été normalisées sur la période débutant en 1990. Un solde supérieur à zéro signifie que le jugement porté sur l'avenir est positif; une mesure de l'incertitude supérieure à zéro indique que l'incertitude s'est accrue.

Source: BNB, calculs propres.

**GRAPHIQUE 3** INDICE D'INCERTITUDE EN MATIÈRE DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE



Note : toutes les variables ont été normalisées.  
Source : Tobback et al. (2014).

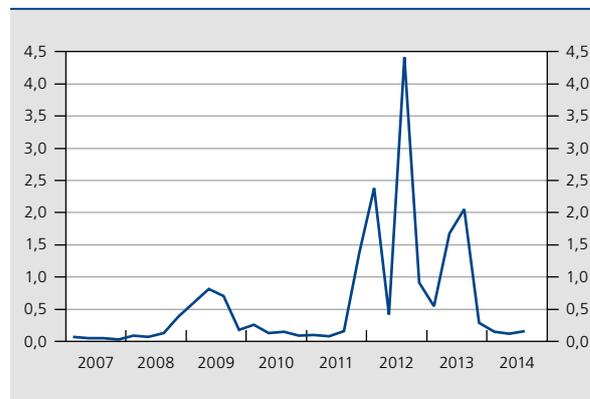
incertitude sans la mentionner explicitement. L'indice « EPU SVM » repose sur une méthode de classification du même type que les machines à vecteurs de support (Support Vector Machines, SVM) qui recherche des occurrences de structures spécifiques dans les textes examinés et sélectionne automatiquement les mots au plus haut pouvoir sélectif. Le graphique 3 montre que c'est surtout l'indicateur naïf qui atteint des niveaux records en périodes de crise typiques, à savoir à la fin de 2008 (crise financière) et dans le courant de 2012. L'indice *modality* a atteint dès 2007 un pic significatif qu'il n'a plus dépassé depuis. Quant à l'indice SVM, il affiche une volatilité sensible durant la crise de la dette en Europe.

### 2.3 Variance des projections

Un troisième indicateur d'incertitude examiné par le présent article est le degré de divergence entre les projections individuelles. On recourt à cet effet aux projections détaillées émises par les différents prévisionnistes dans la *Belgian Prime News*, une publication trimestrielle de la BNB. Chaque trimestre, les établissements financiers participant formulent des projections portant notamment sur la croissance annuelle du PIB pour l'année en cours et pour l'année suivante. Le degré d'incertitude est défini en l'occurrence comme l'écart-type moyen des différentes estimations, pour les années  $t$  et  $t+1$ , de chaque établissement. Les résultats sont présentés dans le graphique 4. Sans surprise, l'incertitude des projections a augmenté

**GRAPHIQUE 4** DIVERGENCE ENTRE LES PROJECTIONS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS

(écart-type moyen des estimations des différents prévisionnistes pour les années  $t$  et  $t+1$  pour la *Belgian Prime News*).



Source : BNB, *Belgian Prime News*.

à la fin de 2008 ainsi qu'en 2009. Toutefois, après une amélioration initiale au cours de l'année 2010, une nouvelle augmentation très forte du coefficient de variation des différentes projections des établissements a pu être observée à la fin de 2011.

## 3. Épargne et incertitude

### 3.1 Variables de long terme

Pour évaluer l'incidence de l'incertitude sur l'épargne des ménages, on estime d'abord un modèle à correction d'erreurs (*error correction model* – ECM) standard en utilisant un certain nombre de déterminants de long terme potentiels. Conformément à l'approche proposée par la CE (2013), on tente ensuite d'enrichir le modèle en intégrant des indicateurs d'incertitude dans la dynamique de court terme<sup>(1)</sup>. Dans ce qui suit, on procédera à des estimations à l'aide de données trimestrielles pour déceler l'incidence précise de l'incertitude susceptible de se répercuter sur la dynamique de court terme. Toutefois, au vu de la volatilité de ces séries temporelles trimestrielles, il convient de noter que cette stratégie d'estimation n'est peut-être pas la plus appropriée pour identifier les déterminants de long terme de l'épargne des ménages.

Comme indiqué au chapitre 1, la consommation privée et, partant, l'épargne des ménages peuvent être déterminées par le revenu disponible ou par une certaine forme

(1) Les données trimestrielles se basent encore sur la méthodologie du SEC 1995.

de revenu permanent. Ce dernier n'étant pas directement mesurable, les patrimoines financier et immobilier peuvent être utilisés pour l'approximer (Sierminska et Takhtamanova, 2007). Comme l'on dispose d'indices laissant à penser que le comportement d'épargne diffère selon le type ou la source du revenu, les revenus financiers étant généralement davantage épargnés, l'équation de régression est également augmentée de la part du revenu du travail dans le revenu disponible, pour laquelle l'on doit s'attendre à un coefficient négatif. Les variables sont exprimées en logarithmes naturels.

Les résultats de long terme figurent dans le tableau 1<sup>(1)</sup>. La colonne 1 montre que le revenu disponible a peu d'incidence sur le taux d'épargne. Dans la deuxième colonne, cette variable a été exclue. Les coefficients des autres variables n'ont guère varié, mais le patrimoine financier net réel a gagné en significativité. En guise de test rudimentaire de la théorie de l'équivalence ricardienne, l'endettement public brut consolidé (au sens de Maastricht) exprimé en pourcentage du PIB a été ajouté à la régression dans la colonne 3. Le coefficient affiche le signe prévu – une hausse du taux d'endettement semble coïncider avec une progression de l'épargne des ménages –, mais l'incidence n'est pas significativement différente de zéro. Dans l'ensemble, c'est la part du revenu du travail dans le revenu disponible total qui s'avère être la variable significative la plus robuste. En effet, comme l'on peut s'y attendre, une hausse de la part du revenu du travail dans le revenu disponible influencera le taux d'épargne à la baisse. Fait remarquable, il en va de même pour une hausse du patrimoine financier net réel, bien que cet effet ne soit pas toujours significatif, ce qui laisse

**TABLEAU 1 RÉGRESSION STATIQUE**

Variable dépendante: taux d'épargne des ménages	(1)	(2)	(3)
Constante	23,458 (0,000)	24,445 (0,000)	24,278 (0,000)
Revenu disponible	0,0115 (0,922)		
Part du revenu du travail	-3,669 (0,000)	-3,551 (0,000)	-3,652 (0,000)
Patrimoine financier net réel	-0,335 (0,185)	-0,436 (0,063)	-0,407 (0,177)
Endettement public brut (pourcentages du PIB)			0,049 (0,801)

Remarque: la régression inclut des données trimestrielles allant de 1999 T1 à 2014 T1, et l'estimation a été réalisée à l'aide de DOLS (*Dynamic Ordinary Least Squares*, ou la méthode des moindres carrés ordinaires dynamiques). La valeur-p des coefficients se trouve entre parenthèses, en dessous des estimations des coefficients.

**TABLEAU 2 MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS**

Variable dépendante: $\Delta$ taux d'épargne	Coefficient	Valeur-p
Constante	0,0005	0,9896
$\Delta$ taux d'épargne (-1)	0,2884	0,0398
$\Delta$ part du revenu du travail	-4,3273	0,0000
$\Delta$ part du revenu du travail (-1)	1,7200	0,0319
$\Delta$ patrimoine financier net réel	-0,1650	0,3501
Résidus (-1)	-0,3171	0,0027

Remarque: la régression est effectuée sur des données trimestrielles allant du 1999 T1 au 2014 T1. Les nombres entre parenthèses renvoient au nombre de retards.

à penser que cette variable ne constitue pas véritablement une bonne approximation du revenu permanent.

Globalement, les résultats semblent indiquer qu'à plus long terme, le revenu du travail est, pour l'essentiel, affecté à la consommation, et les variations du taux d'épargne des ménages sont alimentées par les variations du revenu hors travail (revenu de la propriété), ce dernier étant principalement affecté à l'épargne. Cela pourrait expliquer en partie les importantes fluctuations, notamment la tendance à la baisse du taux d'épargne des ménages au cours de la période 2000-2013: en raison d'une baisse des rendements du capital, la part du revenu de la propriété dans le revenu disponible des ménages s'est inscrite à la baisse, revenant de 17-18 % au début du siècle à tout juste 13 %, voire moins, lors de ces dernières années.

Les dynamiques à court terme sont représentées par l'équation de court terme de l'ECM figurant dans le tableau 2. La principale composante de cette équation est le retard des résidus de la régression dans la colonne 2 du tableau 1. Son coefficient indique la vitesse de correction des précédents écarts par rapport à l'équilibre et suggère qu'environ 30 % de l'écart sera comblé chaque trimestre. À nouveau, à plus court terme également, les variations de la part du revenu du travail dans le revenu total s'avèrent être des facteurs de variations plus importants du comportement d'épargne que celles du patrimoine financier net total. En outre, il est clair que le taux d'épargne est assez persistant, le retard de la variable dépendante étant également significatif.

(1) Il convient de noter que les prix des logements n'ont pu être inclus pour des raisons d'ordre technique (leur ordre d'intégration diffère de celui des autres variables).

### 3.2 Éventuels déterminants de court terme supplémentaires

L'on essaie à présent d'améliorer l'ajustement en ajoutant successivement d'autres déterminants potentiels des variations du comportement d'épargne à court terme. Lors d'un premier test, le taux d'intérêt réel à long terme est ajouté au modèle. A priori, il est difficile de déterminer quel effet aura le taux d'intérêt sur l'épargne. D'une part, des taux d'intérêt élevés rendent relativement plus intéressant l'accroissement de l'épargne, afin de pouvoir acheter davantage à l'avenir. D'autre part, la hausse des taux d'intérêt induit de meilleures perspectives en matière de revenu pour les ménages, ce qui les incitera plutôt à accroître leur consommation actuelle (Dirschmid et Glatzer, 2004).

L'analyse de la régression révèle que l'incidence d'une hausse du taux d'intérêt réel ne dure essentiellement qu'un trimestre: l'effet contemporain et l'effet retardé s'annulent mutuellement dans l'équation de court terme, ce qui donne à penser que, outre l'effet sur la part du revenu hors travail, les fluctuations des taux d'intérêt en tant que telles ne peuvent expliquer les changements structurels dans le comportement d'épargne.

Pour répondre à notre question principale de savoir comment et dans quelle mesure l'incertitude économique modifie le tableau d'ensemble, les mesures d'incertitude exposées au chapitre 2 sont maintenant intégrées au modèle à correction d'erreurs, au titre d'éventuels déterminants à court terme supplémentaires. Au paragraphe 2.2, quatre mesures d'incertitude potentielles ont été conçues sur la base des réponses à l'enquête auprès des consommateurs. Toutefois, on inclura non seulement les mesures d'incertitude, mais également les soldes globaux de chacune des quatre questions. En effet, ces deux mesures sont susceptibles de se compléter. Par exemple, l'incertitude peut également être faible lorsque la plupart des personnes interrogées s'attendent à une dégradation de la situation économique au cours des douze prochains mois.

Pour chaque question distincte, on ajoute aux variables de court terme d'une part un retard du solde et d'autre part un second retard de la mesure d'incertitude. Pour les variables d'incertitude, le second retard a été ajouté parce qu'il est souvent plus significatif que le premier. Les résultats sont présentés conjointement dans le tableau 4, sans préciser les coefficients des autres variables, ceux-ci étant pratiquement identiques à ceux des tableaux 2 et 3.

De toute évidence, la façon de mesurer l'incertitude a son importance. Les variables relatives à la situation financière (question 1) affichent les signes prévus: une hausse de

**TABLEAU 3** MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS INCLUANT LE TAUX D'INTÉRÊT<sup>(1)</sup>

	Coefficient	Valeur-p
Taux d'intérêt à long terme . . . .	0,0156	0,0356
Taux d'intérêt à long terme (-1)	-0,0187	0,0088

Remarque: la régression est effectuée sur des données trimestrielles allant de 1999 T1 à 2014 T1.

(1) Par souci de concision, le présent tableau et les suivants ne répètent pas la spécification de base déjà indiquée au tableau 2.

l'incertitude entraîne une augmentation (significative) du taux d'épargne. Un accroissement du solde global (amélioration des perspectives) engendre une baisse du taux d'épargne, mais le coefficient estimé n'est pas significativement différent de zéro. Toutes les autres estimations s'avèrent être non significatives, bien que certaines d'entre elles affichent les signes prévus (positif pour l'indicateur d'incertitude, négatif pour l'indicateur de solde).

Dans le tableau 5, le modèle à correction d'erreurs est élargi au moyen des indicateurs d'incertitude politique conçus par Tobback et al. (2014). Encore une fois, ces variables semblent ne pas avoir de relation significative avec le taux d'épargne lorsqu'elles sont ajoutées séparément à l'ECM. Cela vient peut-être de ce que ces indicateurs ont été conçus en s'appuyant seulement sur la presse

**TABLEAU 4** MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS INCLUANT DES VARIABLES D'INCERTITUDE SUPPLÉMENTAIRES TIRÉES D'ENQUÊTES

	Coefficient	Valeur-p
Situation financière		
Q1i (-2) . . . . .	0,0317	0,0011
Q1s (-1) . . . . .	-0,0059	0,3530
Chômage		
Q2i (-2) . . . . .	0,0039	0,5666
Q2s (-1) . . . . .	0,0011	0,8726
Conjoncture économique générale		
Q3i (-2) . . . . .	-0,0123	0,0825
Q3s (-1) . . . . .	-0,0049	0,2482
Capacité d'épargne		
Q4i (-2) . . . . .	0,0074	0,7157
Q4s (-1) . . . . .	-0,0018	0,7805

Remarque: la régression est effectuée sur des données trimestrielles allant de 1999 T1 à 2014 T1.

**TABEAU 5** MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS INCLUANT DES INDICATEURS D'INCERTITUDE POLITIQUE (ajoutés séparément)

	Coefficient	Valeur-p
Indicateur EPU naïf .....	0,0063	0,2206
Indice EPU <i>modality</i> .....	-0,0040	0,4862
Indice EPU SVM .....	0,0003	0,9603

Remarque: Les données relatives aux indicateurs d'incertitude politique sont disponibles de 2000 T1 à 2012 T3, de sorte que les régressions présentées dans ce tableau ont été opérées sur un échantillon un peu plus réduit.

néerlandophone, alors que le taux d'épargne est très logiquement calculé pour l'ensemble de la Belgique. Dans la mesure où la couverture médiatique de l'incertitude diffère entre les régions, cela pourrait influencer les résultats de l'estimation

Dans le tableau 6, l'incertitude des prévisionnistes professionnels est ajoutée au modèle à correction d'erreurs. La régression laisse à penser qu'une hausse de l'incertitude mesurée par le coefficient de variation des projections des prévisionnistes professionnels devrait pousser le taux d'épargne à la hausse, mais il s'avère que la variable n'est pas significative.

À titre de test final, les variables d'incertitude des tableaux 5 et 6 ont également été combinées avec les variables du tableau 4. Le tableau 7 extrait la seule combinaison à s'être avérée significative: l'indicateur EPU naïf (à nouveau sans retards) a bien une incidence significative sur le taux d'épargne lorsqu'il est combiné avec les indicateurs de Q1. De plus, l'ajout de cette variable améliore la valeur du R carré ajusté, qui passe de 0,74 (lorsque seuls les indicateurs concernant la question 1 sont inclus) à 0,76. Baker et al. (2013) suggèrent que l'indicateur EPU traduit en partie les

**TABEAU 6** MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS INCLUANT LES DIVERGENCES DANS LES PRÉVISIONS

	Coefficient	Valeur-p
Incertitude des prévisionnistes professionnels (-1) .....	0,0218	0,6142

Remarque: l'incertitude des prévisionnistes est disponible à partir de 2002 T4 et jusqu'en 2014 T1, de sorte que la régression présentée dans ce tableau a été opérée sur un échantillon un peu plus réduit.

**TABEAU 7** MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS COMBINANT LES DIFFÉRENTES MESURES DE L'INCERTITUDE

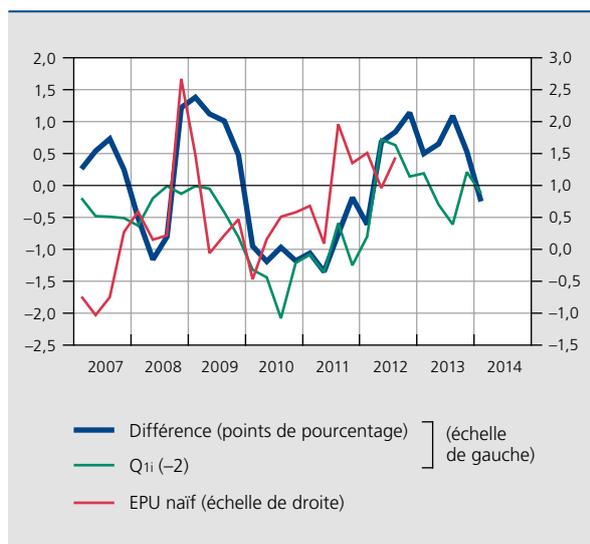
	Coefficient	Valeur-p
Indicateur EPU naïf .....	0,0145	0,0233
Q1i (-2) .....	0,0312	0,0010
Q1s (-1) .....	0,0090	0,2919

mouvements de la confiance plutôt que les seules variations en matière d'incertitude, ce qui peut expliquer pourquoi, en combinaison avec la mesure d'incertitude basée sur les enquêtes, cet indicateur EPU conserve son pouvoir prédictif supplémentaire pour la dynamique de la consommation.

En rassemblant nos résultats empiriques, on peut à présent interpréter les mouvements récents et le niveau actuel du taux d'épargne des ménages belges. Tant au début de la Grande Récession, en 2008 et 2009, qu'au cours de la période 2012-2013, les ménages belges ont épargné au-delà du niveau d'équilibre prédit par l'équation de l'ECM de long terme. Ces deux épisodes caractérisés par un taux d'épargne élevé (par rapport au benchmark estimé) peuvent dans une certaine mesure trouver leur origine dans des périodes de hausse de l'incertitude, comme le suggèrent nos résultats empiriques.

Dans la première phase de la Grande Récession, la large couverture médiatique concernant l'incertitude

**GRAPHIQUE 5** DIFFÉRENCE ENTRE LE TAUX D'ÉPARGNE À LONG TERME EFFECTIF ET ESTIMÉ



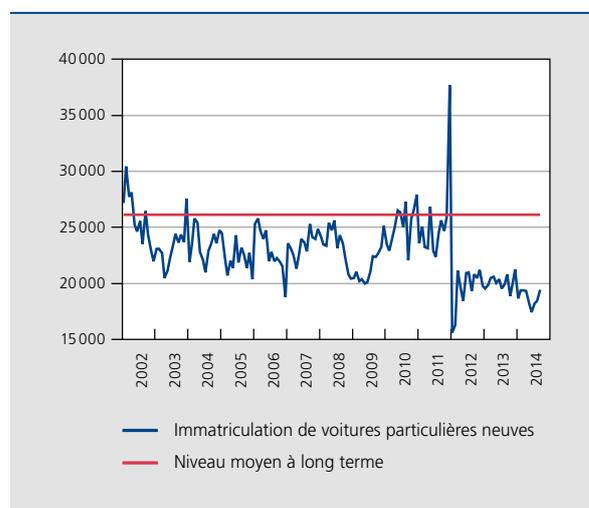
Source: BNB.

économique, attestée par l'augmentation de l'indicateur EPU (naïf), a probablement encouragé l'épargne de précaution et motivé les ménages, en particulier, à ne dépenser les hausses de revenu (découlant par exemple d'une indexation due à l'inflation plus importante de l'année précédente) que dans une très faible mesure. C'est ce qui explique le pic du taux d'épargne pour le premier trimestre de 2009. Au cours des trimestres suivants, l'incertitude s'est progressivement tempérée et le taux d'épargne est retombé à des niveaux inférieurs: en 2010 et 2011, il était de plus de 1 point de pourcentage en deçà des niveaux structurels prévus par notre modèle. Toutefois, la persistance de la crise de la zone euro et le repli de la croissance de l'activité a fait rebondir l'incertitude dans les deux dernières années, comme l'attestent les réponses de plus en plus divergentes à la question qui, dans l'enquête auprès des consommateurs, porte sur la situation financière. Cela a empêché le taux d'épargne de poursuivre son reflux et l'a maintenu à un niveau supérieur aux estimations du modèle tout au long de la période 2012-2013. Le taux d'épargne n'a rechuté qu'au premier trimestre de 2014, en dépit de l'amélioration des conditions économiques et de la baisse de l'incertitude à partir du printemps de 2013. Cela peut être lié au retard que nous constatons dans la répercussion de l'incertitude sur l'épargne.

Une hausse de l'épargne (de précaution) se traduit mécaniquement par une baisse de la consommation. Dans ce contexte, c'est la consommation des biens durables qui risque d'être le plus durement touchée; il est particulièrement onéreux pour un ménage de revenir sur sa décision concernant ce type de dépenses, dans la mesure où la valeur du bien chute dès sa première utilisation (Gudmundsson et Natvik, 2012). Il suffit de songer à cet égard à l'achat d'un nouveau véhicule. Comme le montre le graphique 6, les achats de ce type se sont en effet situés avec persistance en deçà de leur moyenne de long terme depuis 2012.

Pour terminer, comparons brièvement nos résultats à ceux obtenus par d'autres auteurs qui se sont consacrés récemment à la conception d'indicateurs d'incertitude, mais qui ont évalué leur incidence prioritairement sur la consommation plutôt que sur le taux d'épargne. Dans l'article de la CE (2013), les estimations ont été réalisées pour un groupe de huit pays, dont la Belgique. Les auteurs concluaient qu'à long terme, le revenu disponible, les avoirs extérieurs nets, les prix des habitations et le ratio du crédit par rapport aux prix de l'immobilier constituent d'importants moteurs de la consommation. À court terme, ils ont constaté une incidence négative significative des taux d'intérêt à long terme, de deux des indicateurs d'incertitude des consommateurs et, dans une moindre mesure, de l'indicateur de l'incertitude politique.

**GRAPHIQUE 6** IMMATRICULATIONS DE VOITURES PARTICULIÈRES NEUVES ET NIVEAU MOYEN À LONG TERME (depuis 1990)



Source : FEBIAC.

Lebrun et Pérez Ruiz (2014) se sont également appuyés sur un modèle à correction d'erreurs pour examiner l'incidence de l'incertitude sur les composantes de la demande intérieure pour la Belgique, l'Allemagne et la France séparément. Dans le cas de la Belgique, les auteurs ont constaté que la confiance des consommateurs et les indicateurs d'incertitude avaient une incidence non significative sur la consommation. Leur équation de long terme faisait toutefois ressortir un effet marginal de la richesse financière ainsi qu'un rôle significatif du revenu disponible réel (hors revenus de la propriété): l'élasticité-revenu de la consommation a été estimée à 0,85. Ils n'ont par ailleurs pas davantage pu déceler d'incidence significative et robuste des taux d'intérêt réels ni des prix de l'immobilier.

## Remarques finales

Le présent article analyse l'incidence de l'incertitude économique sur l'épargne des ménages. Si, à long terme, la tendance à la baisse du taux d'épargne des ménages belges doit être considérée dans le contexte de la baisse de la part, dans le revenu total des ménages, des revenus de la propriété (qui sont épargnés dans une mesure relativement plus importante), d'autres facteurs concourraient à expliquer la dynamique à court terme.

Nos résultats empiriques laissent à penser que le niveau d'incertitude peut contribuer à expliquer les mouvements du taux d'épargne des ménages. Toutefois, la

définition précise de l'indicateur de l'incertitude revêt de l'importance. Nous constatons que l'incertitude autodéclarée (dans l'enquête auprès des consommateurs) concernant la situation financière a une portée significative sur le comportement d'épargne des ménages. Il se peut que ce soit également le cas, fût-ce dans une moindre mesure, pour la couverture médiatique de l'incertitude économique. En revanche, nous ne trouvons pas d'éléments probants pour affirmer que la divergence entre les prévisions économiques professionnelles explique dans quelque mesure que ce soit le taux d'épargne des ménages belges.

Les niveaux relativement élevés d'incertitude ont probablement poussé l'épargne à la hausse au cours de la période 2012-2013, empêchant dès lors le taux d'épargne de refluer davantage vers des niveaux historiquement bas, auxquels l'on pouvait croire au vu de la part actuellement très faible du revenu hors travail dans le revenu disponible des ménages. L'augmentation de la confiance sur fond

d'amélioration des conditions économiques au cours de l'année 2013 a coïncidé avec le repli de l'incertitude économique. Dans la mesure où cette tendance parvient à se maintenir et où elle n'est pas fondamentalement compromise par le ralentissement économique et la baisse de la confiance récemment observés, il se peut que cela augure d'une nouvelle baisse du taux d'épargne en 2014 – comme l'ont déjà suggéré les premières statistiques trimestrielles –, ce qui soutiendrait la croissance de la consommation.

Pour l'interprétation de nos résultats concernant l'incidence positive de l'incertitude économique sur le taux d'épargne des ménages au cours des dernières années, il convient de garder à l'esprit que ce taux se situe actuellement à un niveau particulièrement faible en raison des modifications qui se sont opérées dans la composition des revenus des ménages. Une augmentation de la part des revenus de la propriété est de nature à faire augmenter le taux d'épargne, même si l'incertitude diminue.

## Bibliographie

Ando A. et F. Modigliani (1957), « Tests of the life-cycle hypothesis of saving: comments and suggestions », *Bulletin of the Oxford University Institute of Economics & Statistics*, vol. 19, issue 2, 99–124.

Ando A. et F. Modigliani (1963), « The 'life-cycle' hypothesis of saving: aggregate implications and tests », *American Economic Review*, vol. 53, issue 1, 55–84.

Baker S., Bloom, N. et S. Davies (2013), *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, 13-02.

Barro R. (1974), « Are Government Bonds Net Wealth ? », *Journal of Political Economy*, 1095-1117.

BCE (2013), « Comment l'incertitude macroéconomique a-t-elle évolué récemment dans la zone euro ? », *Bulletin mensuel*, octobre.

Beznoska M. et R. Ochmann (2012), *Liquidity Constraints and the Permanent Income Hypothesis*, DIW Berlin Discussion Paper 1231.

Dirschmid W. et E. Glatzer (2004), « Determinants of the household saving rate in Austria », OENB, *Monetary Policy and the Economy*, issue 4, 25–38.

Dreger C. et H. Reimers (2011), The long run relationship between private consumption and wealth: common and idiosyncratic effects, *European University Viadrina Frankfurt*, Discussion Paper 295.

Echeverría C. (2002), *Income Uncertainty, Liquidity Constraints, and the Option Value of Saving*, University of California, Berkeley, US.

EC (2013), *Assessing the impact of uncertainty on consumption and investment*, Quarterly Report on the Euro Area, 12(2), June.

Friedman M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton, US.

Gudmundsson, J. et G. Natvik (2012), *That uncertain feeling – how consumption reacts to economic uncertainty in Norway* Norges Bank Staff Memo 23.

Lebrun I. et E. Pérez Ruiz (2014), *Demand patterns in Germany, France and Belgium: can we explain the differences ?*, IMF Working Paper 14/165.

McFadden F. (2013), *The new science of pleasure*, NBER Working Paper 18687.

Mody A., Ohnsorge, F. et D. Sandri (2012), *Precautionary Savings in the Great Recession*, IMF Working Paper 12/42.

NBB, Belgian Prime News, plusieurs publications trimestrielles ([http://www.nbb.be/pub/06\\_00\\_00\\_00\\_00/06\\_03\\_00\\_00\\_00/06\\_03\\_04\\_00\\_00.htm?l=fr](http://www.nbb.be/pub/06_00_00_00_00/06_03_00_00_00/06_03_04_00_00.htm?l=fr)).

Sierminska E. et Y. Takhtamanova (2007), *Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2007-01.

Tobback E., Daelemans, W., Junqué de Fortuny, E., Naudts, H. et D. Martens (2014), *Belgian Economic Policy Uncertainty Index: Improvement through text mining*, paper presented at the ECB Workshop on using big data for forecasting and statistics, 8 april, Frankfurt am Main.

Trevisan E. (2013), *The irrational consumer: applying behavioural economics to your business strategy*, Gower, Surrey, UK.

# Principaux enseignements du colloque 2014 de la BNB

## “Total factor productivity: measurement, determinants and effects”

E. Dhyne  
C. Fuss

### Introduction

Comme le disait Paul Krugman, prix Nobel d'économie en 2008, « Productivity isn't everything, but in the long run it's almost everything ». En effet, si la contribution de l'augmentation de la productivité totale des facteurs (ci-après PTF) à la croissance économique à court terme peut sembler relativement limitée, les effets cumulés des variations de la PTF sont la seule source soutenable de la croissance à long terme. Cet élément à lui seul justifie l'intérêt que les économistes, analystes, chercheurs et décideurs lui portent.

Or, on observe depuis plusieurs d'années un ralentissement de la croissance de la PTF au niveau macroéconomique dans l'ensemble des pays développés, et en particulier en Europe. Cette décélération constitue bien entendu une source de préoccupation majeure car elle affecte non seulement la situation actuelle de nos économies, mais également leur potentiel de croissance future.

L'essoufflement de la croissance de la PTF s'est fait particulièrement ressentir dès le début des années 2000. La crise économique et financière ne peut dès lors pas en être rendue responsable, mais elle a aggravé la situation. Tant les médiocres perspectives en termes de demande que les éventuelles contraintes financières auxquelles ont dû faire face les entreprises ont retardé les investissements productifs et innovants, propices à un retour

de la croissance de la PTF et de l'output potentiel vers leurs niveaux historiques, ce qui fragilise plus particulièrement la soutenabilité de nos finances publiques et de nos systèmes de protection sociale. Cette modeste croissance de la PTF, associée à une faible demande intérieure et à un tassement de la croissance de la demande extérieure, pourrait amplifier le risque que les économies européennes entrent dans ce que certains économistes appellent une phase de stagnation séculaire.

Au vu des conséquences potentielles du ralentissement de la PTF pour la croissance à long terme, il est essentiel, comme l'a rappelé le Gouverneur Luc Coene dans son allocution liminaire au colloque, de disposer d'outils de mesure adéquats de la PTF, d'en comprendre les sources de croissance et de mettre en place les incitants et stimulants nécessaires à celle-ci.

Afin de poser le bon diagnostic et de prendre les décisions idoines, il est indispensable de disposer de la mesure la plus précise et fiable qui soit. Cet objectif exige un effort particulier, sachant que la PTF est mesurée comme le résidu de l'estimation de fonctions de production. En effet, la PTF peut être définie comme l'efficacité avec laquelle, à partir d'une technologie donnée, des biens et des services sont produits compte tenu de la quantité d'inputs disponibles. Il s'agit à l'évidence d'un concept qui n'a pas d'équivalent directement observable, mais qui n'est pas pour autant non quantifiable. Ceci rappelle l'importance de disposer de données les plus précises, complètes et

fiables possible, ainsi que d'utiliser les techniques économétriques les plus appropriées.

Étant donné l'intérêt crucial de cette variable, la Banque a dédié la huitième édition de son colloque bisannuel à ce thème. Le colloque, intitulé « Total Factor Productivity: measurement, determinants and effects », s'est tenu à Bruxelles les 16 et 17 octobre 2014. Au cours de cet événement, six contributions originales analysant l'évolution de la PTF en Belgique et en Europe ont été présentées. Trois orateurs de renommée internationale ont également abordé cette thématique dans une perspective plus large. Cet article vise à synthétiser les enseignements de ces contributions et des discussions qui ont suivi. Le sujet étant par essence extrêmement vaste, l'article n'abordera qu'une partie des questions liées à la PTF. Dans un premier temps, il pose un constat général sur l'évolution de la PTF dans les économies avancées, les raisons éventuelles du déclin observé ces dernières années, les développements différenciés entre secteurs. Ensuite, il vise à évaluer l'ampleur des défis liés à des évolutions externes majeures, telles que le vieillissement de la population. Il s'interroge aussi sur les sources de la croissance de la PTF, et notamment sur les facteurs que les décisions des entreprises sont susceptibles d'influencer. Il examine ensuite l'impact sur la performance des entreprises de la concurrence accrue induite par l'augmentation des produits importés. Enfin, il s'intéresse au rôle que peuvent jouer les structures économiques et les politiques économiques.

## 1. Constat général et enjeux

Comme l'a rappelé Bart van Ark lors du colloque, la croissance de la PTF a nettement marqué le pas dans les économies développées au cours de la dernière décennie. La PTF, qu'on peut associer à l'efficacité productive et/ou au progrès technologique, joue un rôle central dans la croissance économique à long terme. En effet, à court terme, la croissance de la PTF sur une base annuelle ne représente qu'une partie de la progression du PIB. Cependant, étant donné que ces effets se cumulent, elle est la seule source de croissance durable du PIB par habitant à long terme. Ces évolutions sont donc, à juste titre, source d'attention.

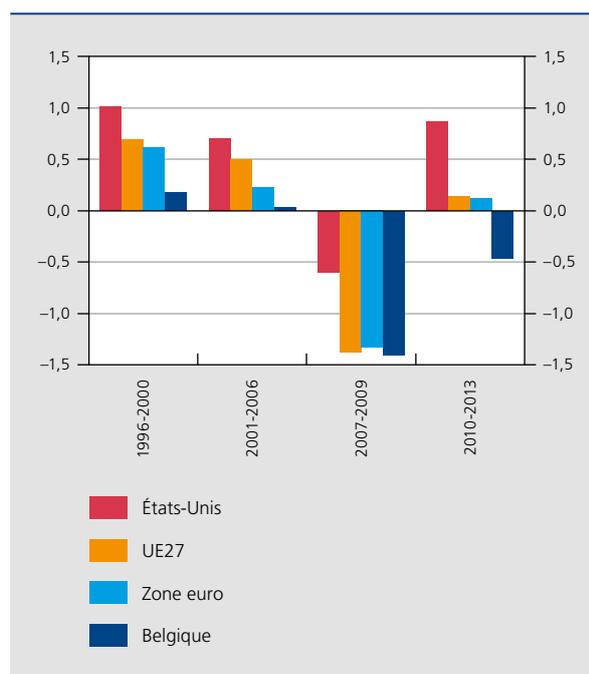
Si on considère le taux de croissance annuel moyen de la PTF observé aux États-Unis, en Europe ou dans la zone euro pendant les périodes 1996-2000, 2001-2006, 2007-2009 et 2010-2013, au moins trois enseignements importants se dégagent. Premièrement, le ralentissement de la PTF a été plus brutal en Europe qu'aux États-Unis. Deuxièmement, la crise économique et financière a intensifié ce phénomène, la tendance de la croissance de la PTF

ayant été négative dans la zone euro durant la période 2007-2009. Troisièmement, alors que la croissance de la PTF est revenue à son niveau d'avant la crise aux États-Unis depuis 2010, la reprise se fait encore attendre en Europe.

La Belgique n'a pas échappé à ces phénomènes et affiche des taux de croissance de la PTF particulièrement bas; ceux-ci sont même négatifs depuis quelques années. De plus, comme le met en évidence l'étude de Verschelde *et al.* (2014), les évolutions ont été différenciées entre secteurs industriels belges. Malgré une hausse continue dans certains secteurs, comme le secteur des produits en caoutchouc et en plastique, la PTF s'est repliée dans d'autres secteurs, tels que le textile, la fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ou la métallurgie. Par ailleurs, la crise économique et financière a entraîné une baisse substantielle de la PTF dans plusieurs secteurs.

Même si les économistes sont partagés quant aux perspectives de progrès technologique et de croissance future au niveau mondial, il convient de remarquer que l'essoufflement de la croissance de la PTF, surtout depuis la crise, a donné lieu à une révision à la baisse de la tendance de l'output potentiel. Ainsi, la DG-ECFIN de la Commission européenne a ramené l'estimation de la tendance de l'output potentiel dans la zone euro de 1,9 % avant la

**GRAPHIQUE 1** TAUX DE CROISSANCE ANNUEL MOYEN DE LA PRODUCTIVITÉ TOTALE DES FACTEURS PAR RÉGION ET PAR PÉRIODE



Source : Conference Board - Total Economy Database.

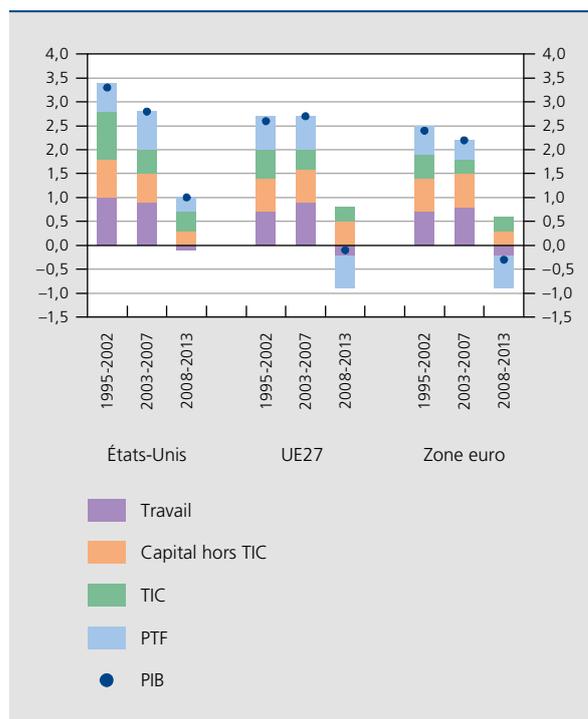
crise à seulement 0,6 % pour la période 2009-2014 et à 1,4 % à partir de 2014. En corollaire, la croissance de nos économies serait actuellement proche de celle de l'output potentiel, et le problème ne serait pas tant d'être en situation de creux conjoncturel que de réunir les conditions d'une tendance de long terme faible.

Au vu de ces perspectives, il est essentiel de comprendre tant les sources de la croissance de la PTF que les freins à celle-ci. La comparaison des expériences de différents pays ou de divers secteurs économiques permet de mettre en évidence plusieurs éléments. Tout d'abord, la tertiarisation de nos économies induit une diminution mécanique de la croissance de la PTF du fait que celle-ci est globalement plus faible dans les services que dans l'industrie. Par exemple, selon les données d'EU-KLEMS, en Belgique au cours de la période 1996-2006, la PTF a crû de 9,7 % dans le secteur manufacturier et a reculé de 3,2 % dans le secteur des services marchands. Dans le même temps, la part de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée totale s'est inscrite en repli, retombant de 23,6 % en 1996 à 18 % en 2010, tandis que la contribution des services marchands est passée de 47,8 à 51,8 %, selon les statistiques SEC 2010 de l'ICN.

Par ailleurs, la comparaison entre l'Europe et les États-Unis suggère que les économies européennes souffrent d'un déficit d'investissements en innovations et d'un manque d'efficacité dans leur utilisation en général, et dans les technologies de l'information et de la communication (TIC) en particulier. Les gains générés par la révolution des TIC proviennent de trois sources : (1) les innovations réalisées par les entreprises productrices de TIC, (2) les bénéfices en termes d'efficacité productive engrangés par les firmes qui investissent dans les TIC et incorporent ainsi ces technologies dans leur processus de production, et (3) les externalités positives liées aux effets de réseau. van Ark (2014) illustre la contribution annuelle de chacun de ces facteurs à la croissance du PIB dans huit économies européennes pour lesquelles ces données sont disponibles<sup>(1)</sup>. Celle-ci a été évaluée à respectivement 0,28, 0,44 et 0,25 % pour la période 2001-2007 et à 0,16, 0,21 et -0,24 % pour la période 2008-2011. Les TIC auraient ainsi participé à hauteur de près de 1 point de pourcentage à la croissance annuelle du PIB avant la crise, soit environ un tiers de la croissance du PIB sur cette période. Selon Bart van Ark, le potentiel de progression des TIC reste vaste et résultera de l'adoption des TIC par les entreprises et des effets de réseau.

(1) Allemagne, Autriche, Espagne, Finlande, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni.  
 (2) Les auteurs considèrent comme actifs intangibles l'information digitalisée, la R&D, les autres formes de propriété innovante, la prospection de marché et la publicité, la formation et le capital organisationnel.

**GRAPHIQUE 2** CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB  
 (pourcentages)

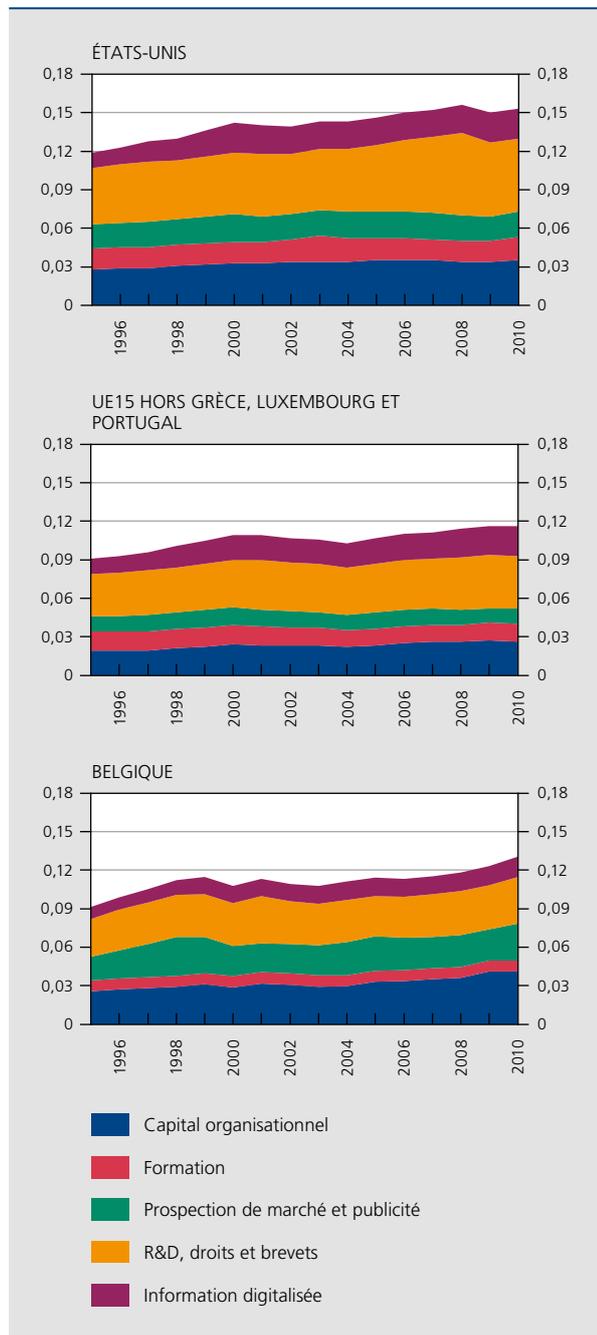


Source : van Ark (2014).

La comparaison entre les pays européens et les États-Unis met en évidence non seulement un manque d'investissements en capital physique (TIC ou non-TIC), mais également une insuffisance d'investissements en actifs intangibles. Une étude de Corrado *et al.* (2013) indique en effet que, au cours de la période 1995-2009, la part des dépenses en actifs intangibles<sup>(2)</sup> dans le PIB s'est établie à 6,6 % dans l'UE15, contre 10,6 % aux États-Unis. De plus, la part des actifs intangibles a progressé plus vivement aux États-Unis (+33 % sur la période 1995-2007) que dans l'UE15 (+21 % durant cette même période). Enfin, les auteurs mettent en lumière l'existence, sur le plan macroéconomique, d'une relation positive entre investissements en actifs intangibles et croissance de la PTF, suggérant par là qu'on observe aussi des effets de débordement pour ce type d'actifs.

La faiblesse des investissements en actifs intangibles en Europe, et notamment en Belgique, est particulièrement flagrante en ce qui concerne les dépenses en R&D, droits et brevets et l'information digitalisée (qui comprend tant les logiciels que les dépenses liées à l'achat, au développement et à la gestion des banques de données). De plus, l'UE15 tend à investir peu en capital organisationnel. Ce dernier point s'applique moins à la Belgique, qui accuse

**GRAPHIQUE 3 INVESTISSEMENTS EN ACTIFS INTANGIBLES**  
(pourcentages du PIB)



Source : Intangible investment database – [www.intan-invest.net](http://www.intan-invest.net).

plutôt un retard important en termes de dépenses de formation.

De ce premier ensemble de résultats, le constat qu'on peut tirer est que les économies avancées, et les économies européennes en particulier, doivent mettre en œuvre des politiques qui permettent de stimuler la PTF afin de retrouver le chemin d'une croissance de long terme

soutenable. La nécessité de stimuler la PTF se justifie non seulement au vu du ralentissement de la croissance de celle-ci au cours de la dernière décennie, mais aussi compte tenu des multiples enjeux auxquels ces économies devront faire face à l'avenir.

Lors du colloque de la Banque, une contribution a abordé plus particulièrement l'un d'entre eux, à savoir le vieillissement de la population. Alors que cette question a principalement fait l'objet de débats en termes de soutenabilité des finances publiques et des systèmes de protection sociale, l'étude de Ariu et Vandenberghe (2014) apporte un autre éclairage en mettant l'accent sur les conséquences du vieillissement sur la dynamique de la PTF. Les auteurs évaluent l'impact de l'évolution de la structure par âge de la main-d'œuvre sur la croissance de la PTF au niveau des entreprises belges des secteurs marchands, hors agriculture. Leurs estimations indiquent que la croissance de la PTF des entreprises est plus faible lorsque le taux d'emploi des travailleurs âgés est plus élevé, quel que soit le genre ou le statut (ouvrier ou employé). Cet effet semble plus prononcé dans les secteurs de l'industrie, de la construction et du commerce considérés globalement que dans les autres services marchands (hors commerce).

Cette étude permet également de simuler l'incidence du vieillissement de la main-d'œuvre sur la PTF agrégée, même si les évaluations chiffrées de celle-ci doivent être considérées avec prudence. D'après Ariu et Vandenberghe (2014), le vieillissement de la main-d'œuvre serait responsable d'une baisse de la PTF agrégée de 4,5 points de pourcentage depuis 1991. Étant donné les projections démographiques, le vieillissement de la population se poursuivrait jusqu'au milieu des années 2020. À structures et politiques inchangées, la diminution de la PTF due au vieillissement de la main-d'œuvre devrait donc se poursuivre. Si la Belgique atteignait l'objectif européen d'un taux d'emploi de 75 %, assorti d'une part d'emploi de 25 % pour les travailleurs âgés de 55 à 64 ans en 2023, la perte cumulée de PTF serait encore plus importante. Ces éléments soulèvent de nombreux défis appelant à développer des mesures qui stimulent la productivité et l'employabilité des travailleurs âgés.

## 2. Sources de la croissance de la PTF

La PTF représente l'efficacité avec laquelle s'effectue la production à partir d'une quantité donnée d'inputs. Une hausse de la PTF gonfle donc le niveau de production au départ d'une quantité donnée d'inputs. Parmi les facteurs qui donnent lieu à une croissance de la PTF, on pense naturellement aux innovations. Par ailleurs, la réallocation des ressources des entreprises les moins productives vers

les entreprises les plus productives peut influencer la PTF agrégée de manière non négligeable. Enfin, à quantité donnée d'inputs, la qualité de ceux-ci sera également un facteur d'augmentation de la production.

## 2.1 L'effet des innovations sur la PTF

Le rôle des innovations dans la croissance économique en général, et dans celle de la PTF en particulier, a été établi et analysé de longue date. Lors de la conférence, Bronwyn Hall a présenté une synthèse des enseignements qui peuvent être tirés des études empiriques consacrées au lien entre innovation et productivité.

La plupart des études se sont concentrées sur les dépenses de R&D, ces données étant les plus largement disponibles. Cependant, les effets attendus des innovations sur la PTF sont plus amples que ceux mesurés par les analyses microéconomiques du lien entre dépenses de R&D et PTF. Premièrement, d'autres types d'innovations (organisation, gestion, marketing, ainsi que les dépenses liées à la création, à la gestion et à l'exploitation de banques de données, etc.) doivent être considérés. Deuxièmement, si les entreprises existantes développent ou adoptent des innovations afin d'améliorer leur efficacité productive, la R&D n'est pas nécessairement réalisée par l'entreprise elle-même, mais peut éventuellement être créée par un tiers. Il faut donc également distinguer les entreprises qui innovent de celles qui adoptent les innovations mises au point par d'autres. La capacité d'absorption des innovations ou d'adaptation à celles-ci des firmes, que ce soit en termes d'organisation ou de qualification et d'adaptabilité de la main-d'œuvre, joue un rôle décisif à cet égard. Troisièmement, il faut garder à l'esprit que les dépenses que les entreprises engagent en vue d'innover ne se limitent pas aux seules dépenses en R&D et que l'adoption de nouvelles technologies peut également se faire au travers de l'investissement en capital physique. À titre d'illustration, Hall (2011) indique que les résultats de l'enquête « Community Innovation Survey » conduite au Royaume-Uni au cours de la période 1998-2006 révèlent qu'à peine un tiers des dépenses en innovations des entreprises manufacturières concernent la R&D; 40 % de ces dépenses couvrent l'acquisition de machines ou de moyens informatiques; le solde se rapporte à des dépenses de marketing, de design et de formation. Quatrièmement, il faut tenir compte des effets de débordement des innovations au sein d'une entreprise sur les autres firmes, qui ont été mis en évidence dans le cadre d'autres travaux.

Moyennant ces restrictions, Hall (2011) présente un survol de l'ensemble des résultats disponibles, et en particulier

les estimations de l'élasticité de la PTF par rapport à la part des ventes générées par des innovations. Les résultats indiquent que l'élasticité est positive, conformément aux attentes. Elle est plus élevée dans les secteurs intensifs en capital ou spécialisés en haute technologie, secteurs où les innovations technologiques de produits ou de processus de production peuvent s'avérer particulièrement productives.

Les données d'enquêtes permettent dans certains cas de distinguer les innovations dites de processus de production de celles dites de produits. L'effet des innovations de processus de production sur la PTF est difficilement mesurable, eu égard à la complexité qu'il y a à mesurer la qualité; dans le cas présent, il s'agit de la qualité du stock de capital, mais cela peut aussi s'étendre aux autres facteurs de production. Parallèlement aux innovations de processus de production, les innovations de gestion ou d'organisation tendent également à améliorer l'efficacité productive et à alléger les coûts de production. L'évaluation empirique de ce phénomène est cependant plus malaisée, notamment parce qu'il n'est pas facile de mesurer ces types d'innovations plus intangibles.

**TABLEAU 1** RELATION ENTRE INNOVATION ET PTF: RÉSULTATS DE DIFFÉRENTES ESTIMATIONS ÉCONOMÉTRIQUES

(élasticité de la PTF à la part des ventes des entreprises générée par des innovations)

	Élasticité	Période d'estimation
France .....	0,07	1986-1990
Finlande .....	0,09	1994-1996
Norvège .....	0,26	1995-1997
Suède .....	0,15	1994-1996
Suède .....	0,12	1996-1998
Pays-Bas .....	0,13	1994-1996
France		
Secteurs manufacturiers <i>high-tech</i> .....	0,23	1998-2000
Secteurs manufacturiers <i>low-tech</i> .....	0,05	1998-2000
Suède		
Secteurs manufacturiers intensifs en capital .....	0,29	1998-2000
Secteurs des services .....	0,09	1996-1998
Allemagne		
Secteurs manufacturiers intensifs en capital .....	0,27	1998-2000

Source: Hall (2011).

Une autre difficulté associée à l'estimation de l'impact des innovations sur la PTF réside dans le fait que, dans bon nombre de cas, l'économètre ne peut pas distinguer l'efficacité productive à proprement parler de la politique des prix de l'entreprise. Les innovations de processus ou d'organisation ayant tendance à réduire les coûts de production et, in fine, les prix des produits des entreprises, et donc leurs revenus, ces innovations auront également tendance à peser négativement sur les mesures traditionnelles de la PTF (dites PTF-R ou PTF en revenu), et ce même si elles ont un effet direct positif réel sur l'efficacité productive.

La contribution de Braguinsky *et al.* (2014), présentée par Chad Syverson, illustre particulièrement comment l'adoption d'un mode de gestion plus efficace, tant de la production que de la demande, permet d'accroître les performances des entreprises. Cette contribution décrit de manière très détaillée un épisode de restructuration industrielle caractérisé par de nombreuses fusions et acquisitions. Même s'il s'agit d'un phénomène particulier – l'étude analyse le secteur de la filature du coton au Japon au XIXe siècle –, il illustre très clairement les effets sur la PTF de l'adoption d'innovations organisationnelles. Il montre comment la performance des entreprises acquises s'est améliorée après avoir adopté les pratiques d'organisation de la production et de gestion de la demande des entreprises acquéreur. Les premières ont en effet vu remonter leur rentabilité une fois passées sous le contrôle des secondes, d'une part, en intensifiant l'utilisation de leurs capacités de production, et, d'autre part, en gérant mieux la demande.

Le rôle que peuvent jouer les innovations organisationnelles dans l'utilisation et l'adoption des innovations a également été mis en évidence par Bloom *et al.* (2012). Leur étude indique que, au sein des entreprises actives au Royaume-Uni, la productivité des multinationales américaines est supérieure à celle des entreprises similaires non américaines, et ce essentiellement grâce à une utilisation plus efficace des TIC. De plus, leurs résultats montrent que le fait d'être acquises par une firme américaine augmente la productivité de ces entreprises. Les auteurs attribuent ce résultat à des formes d'organisation plus performantes quant à l'utilisation efficiente des nouvelles technologies.

## 2.2 Les effets de réallocation

Il a été montré que la réallocation des moyens de production des entreprises les moins productives vers celles qui le sont le plus peut assurer une part non négligeable de la croissance de la PTF agrégée. Cet élément peut s'avérer

particulièrement pertinent dans un contexte de situation économique dégradée.

Le progrès technologique peut également être lié à la création de nouvelles entreprises, à l'expansion des sociétés innovantes et à la fermeture d'entreprises moins productives, ce que Schumpeter appelle la « destruction créatrice ». Tel est le cas lorsque la pression concurrentielle exercée par les firmes dont l'efficacité s'est améliorée s'accroît, poussant les prix et/ou les parts de marché des entreprises moins productives en deçà du seuil de rentabilité.

Ces phénomènes de réallocation concernent tant la fermeture de certaines entreprises et la création de nouvelles que, plus généralement, une modification des parts de marché ou encore un réajustement du portefeuille de produits des sociétés. Dans tous les cas, ce processus implique la réaffectation des moyens, non seulement humains mais également financiers. Il nécessite l'adaptabilité de la main-d'œuvre, en particulier en termes de qualifications, mais aussi l'allocation efficace des ressources financières, ainsi que la mise en place de conditions favorables à la création d'entreprises.

## 2.3 La qualité des facteurs de production

Outre les innovations et les effets de réallocation, la qualité des inputs peut également être considérée comme un facteur essentiel à la dynamique de la PTF. En ce qui concerne le capital physique, la contribution de Braguinsky *et al.* (2014) met par exemple en évidence le fait que, dans le cas spécifique étudié, la productivité des entreprises dépendait essentiellement de l'âge du stock de capital. Ce cas illustre l'effet positif de l'absorption des innovations technologiques par le biais de l'investissement en capital physique, le capital le plus récent étant associé à une technologie plus performante.

En ce qui concerne la qualité du facteur travail, les qualifications de la main-d'œuvre jouent naturellement un rôle crucial. Elles influencent l'efficacité avec laquelle s'effectue la production, mais aussi la capacité d'absorber de nouvelles technologies et de s'y adapter. À cet égard, l'étude de Vershelde *et al.* (2014) rappelle que le progrès technologique peut s'accompagner d'une variation de l'intensité d'utilisation de certains facteurs de production. Certaines évolutions technologiques conduisent plus généralement à « remplacer l'homme par la machine », tandis que d'autres modifient le type de qualifications recherchées par les employeurs. Par exemple, le développement des TIC a transformé les tâches des travailleurs, amplifiant la demande de travailleurs dont les qualifications sont en adéquation

avec les missions associées à ces nouvelles technologies et, a contrario, diminuant la demande d'autres catégories de main-d'œuvre, moins adaptées ou directement substituables par ces nouvelles technologies. L'étude de Verschelde *et al.* (2014) vise à évaluer plus généralement si le progrès technologique a donné lieu à un changement dans la demande relative des différents inputs. Leurs estimations pour les entreprises du secteur manufacturier belge au cours des quinze dernières années indiquent que le progrès technologique est allé de pair avec une réduction de la part de l'emploi ouvrier dans bon nombre de secteurs. Celle-ci n'a, dans la grande majorité des cas, pas été compensée par une hausse de la demande d'employés. Dans certains secteurs, le progrès technologique impliquerait une plus grande intensité en capital physique. D'autres recourraient plus largement aux biens intermédiaires, reflétant la fragmentation croissante de la production. Celle-ci se traduirait par un outsourcing croissant vers d'autres entreprises belges, mais aussi par une augmentation des importations de biens intermédiaires.

### 3. Structure des marchés, politique industrielle et croissance de la PTF

Outre les différents leviers de croissance de la PTF mis en exergue dans la partie précédente, certaines réformes structurelles peuvent également améliorer la dynamique de long terme, notamment par des mesures visant à rendre plus performant le fonctionnement des marchés des produits et du travail. De même, des mesures de politique industrielle pourront influencer sur la productivité.

#### 3.1 Concurrence des produits étrangers et croissance de la PTF

De nombreuses études, tant théoriques (Aghion et Howit, 1996) qu'empiriques (Holmes et Schmitz, 2010), ont mis en évidence l'effet potentiellement bénéfique que peuvent exercer sur l'efficacité productive les réformes visant à accroître le degré de concurrence sur le marché des produits. Soumise à une plus forte pression concurrentielle, une entreprise, qu'elle se situe à la frontière des capacités techniques ou qu'elle accuse un retard technologique, sera incitée plus fortement à investir dans les différentes pistes d'innovation évoquées ci-dessus, soit pour se maintenir à la frontière, soit pour combler son retard.

Pendant le colloque, trois articles (De Loecker *et al.*, 2014, Dhyne *et al.*, 2014, Dobbelaere et Vancauteran, 2014) ont abordé sous des angles divers des questions liées à la relation complexe entre la concurrence et l'efficacité

productive. Les deux premiers articles ont traité cette problématique en considérant l'influence de la concurrence des produits importés auprès des producteurs domestiques de produits similaires.

À titre d'illustration, selon les données du commerce international enregistrées à la BNB, 42 243 entreprises belges importaient des biens (parmi lesquels des biens intermédiaires) en 2012, dont 37 % auprès de sociétés chinoises. Il convient de noter que l'effet bénéfique de l'accès à des inputs de meilleure qualité ou moins coûteux ne touche pas que les firmes importatrices. Certaines parmi ces dernières sont des intermédiaires commerciaux qui permettent également à des firmes non importatrices d'accéder à ces inputs importés. Sur la base des données des déclarations de TVA pour l'année 2012, on peut considérer qu'en moyenne huit firmes non importatrices se fournissent auprès d'une société importatrice (ce nombre passe à 22 si on prend en compte les firmes qui se fournissent en Chine). L'accès à des inputs importés a donc des effets de débordement potentiellement importants pour les entreprises belges.

Si les importations, lorsqu'elles sont considérées comme un moyen d'accéder à une gamme de produits plus large et à des inputs intermédiaires de meilleure qualité ou moins onéreux, peuvent directement améliorer l'efficacité productive des firmes importatrices, elles accroissent également la pression concurrentielle à laquelle sont soumis les producteurs domestiques de ces biens.

Dans leur article, Dhyne *et al.* (2014) analysent la problématique du lien entre la concurrence des importations et l'efficacité productive (PTF-Q ou PTF en quantités) en se fondant sur différentes mesures de PTF évaluées au niveau des entreprises actives dans le secteur manufacturier. Les auteurs ont calculé à la fois l'efficacité productive globale d'une entreprise et l'efficacité productive par produit. En effet, plus de 50 % des entreprises actives dans les différentes branches de l'industrie manufacturière fabriquent plusieurs types de biens. En mesurant l'efficacité productive par produit, les auteurs peuvent ainsi déterminer comment une entreprise réagit à la concurrence importée en fonction de sa gamme de produits.

Ils se basent pour ce faire sur des informations extrêmement détaillées à propos de la production des entreprises, provenant notamment de l'enquête sur la production industrielle menée mensuellement par l'INS auprès des entreprises manufacturières belges et des données de commerce international enregistrées à la BNB. En croisant ces différentes sources, les auteurs construisent des mesures précises du degré de concurrence étrangère à laquelle est confronté un producteur belge, compte tenu de

sa gamme de produits et du fait que la Belgique est une porte d'entrée sur le marché unique. De fait, l'ensemble des biens importés entrant en Belgique par le biais par exemple du port d'Anvers ne sont pas nécessairement destinés au marché belge<sup>(1)</sup>.

Dhyne *et al.* (2014) concluent leur analyse en montrant que les entreprises qui sont soumises à plus de concurrence étrangère sur le marché belge ont tendance à accroître leur efficacité productive. Toutefois, cet effet positif ne semble s'exercer que sur le produit principal de chaque entreprise, pour lequel celles-ci bénéficient déjà d'un avantage en termes de PTF<sup>(2)</sup>. En effet, les auteurs démontrent que, si on tient compte de l'importance relative de chaque produit dans la gamme de biens des entreprises, on observe que, lorsque le degré de concurrence étrangère augmente pour des produits autres que le produit principal, l'effet sur l'efficacité productive associée à ces biens a tendance à être négatif.

Ceci semble donc indiquer que, face à un accroissement de la concurrence étrangère, une entreprise aura tendance à améliorer son système de production si celui-ci touche son produit principal. Si par contre il concerne un produit de deuxième ou de troisième rang, l'entreprise aura tendance à ne plus investir dans la production de

celui-ci et deviendra donc moins efficace dans sa production. Ce désinvestissement dans la production de biens mineurs plus exposés pourra alors, selon les auteurs, se traduire soit par une spécialisation accrue dans la production du produit principal, soit par le développement d'autres produits moins exposés.

Dans leur étude, De Loecker *et al.* (2014) abordent eux aussi la question de la réaction des entreprises suite à l'augmentation de la pression concurrentielle extérieure. Leur cadre d'analyse ne se borne cependant pas à l'identification du seul impact de la concurrence étrangère sur la PTF mais englobe également un ensemble de variables, tels le niveau des prix des entreprises, leur coût marginal, leurs marges et leur efficacité productive. De plus, la concurrence étrangère prend deux formes.

D'une part, elle est introduite par le biais de l'importation de produits, éventuellement d'intrants intermédiaires, en provenance de pays à faibles coûts de production. Dans ce cadre, leur étude s'intéresse plus particulièrement à la concurrence des produits importés de Chine, dont la part dans les importations de la Belgique est passée de 1,2 % en 1995 à 3,8 % en 2013.

D'autre part, les auteurs considèrent également l'effet exercé par la concurrence des entreprises établies dans nos trois principaux pays voisins (France, Allemagne et Pays-Bas). Ils mesurent alors le degré de concurrence par le différentiel en termes de coût du travail entre la Belgique et ces pays.

(1) Duprez (2014) évalue l'importance globale de ces réexportations à 30 % du total des exportations belges en 2010.

(2) Les résultats obtenus par Dhyne *et al.* (2014) montrent qu'au sein de la gamme des produits d'une entreprise, celle-ci est en moyenne plus efficace dans la production de son produit principal et que plus un produit est marginal dans sa gamme, moins l'entreprise est efficace dans la production de celui-ci.

**TABLEAU 2** IMPACT D'UNE AUGMENTATION DU DEGRÉ DE CONCURRENCE ÉTRANGÈRE SUR L'EFFICACITÉ PRODUCTIVE

	$\log(PTF-Q_t)$ au niveau de la firme		$\log(PTF-Q_t)$ au niveau de la firme x produit	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Degré de concurrence étrangère <sub>t-4</sub> .....	0,082***	0,024***	0,012	0,079*
Degré de concurrence étrangère x Rang2 <sub>t-4</sub> .....	-	-	-	-0,103***
Degré de concurrence étrangère x Rang3 <sub>t-4</sub> .....	-	-	-	-0,131***
$\log(PTF-Q_{t-4})$ .....	-	0,656***	0,896***	0,872***
# observations .....	46 090	33 169	19 402	19 402

Source: Dhyne *et al.* (2014)

Notes: Dhyne *et al.* (2014) utilisent plusieurs mesures du degré de concurrence étrangère. Les résultats présentés sont basés sur la part des importations nettes du ré-export dans le total de la production domestique et des importations nettes, évaluée au niveau des produits (nomenclature PRODCOM à huit chiffres). Les auteurs utilisent soit une mesure de concurrence au niveau de l'entreprise obtenue comme la moyenne pondérée des degrés de concurrence observés pour chaque produit dans la gamme de produits de l'entreprise, soit les mesures au niveau des produits. La première mesure est mise en relation avec une mesure de  $PTF-Q$  au niveau de la firme (efficacité productive globale). La seconde est mise en relation avec une mesure de  $PTF-Q$  au niveau du croisement firme x produit (efficacité productive pour chaque produit de la gamme). Rang2 et Rang3 sont des variables indicatrices qui indiquent que le produit est soit le deuxième soit le troisième produit par ordre d'importance dans la gamme de produits de l'entreprise. Seuls les trois produits principaux sont considérés dans cette analyse.

La variable degré de concurrence étant un pourcentage, les coefficients présentés s'interprètent comme des élasticités.

\*, \*\* et \*\*\* signifient respectivement significatifs à 10, 5 et 1 %.

L'indice *t* désigne le trimestre.

**TABLEAU 3** IMPACT D'UNE AUGMENTATION DE LA CONCURRENCE DES IMPORTATIONS CHINOISES SUR L'EFFICACITÉ PRODUCTIVE ( $PTF-Q$ ), LE COÛT MARGINAL ( $CM$ ) ET LES PRIX ( $P$ )

	$\log(PTF-Q_t)$		$\log(MC-Q_t)$		$\log(P_t)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Degré de concurrence chinoise $I_t$ .....	-0,166	-	-0,684**	-	-0,722***	-
Degré de concurrence chinoise $\times Bas_t$ .....	-	3,507***	-	-1,042***	-	-4,339***
Degré de concurrence chinoise $\times Moyen_t$ .....	-	-0,078	-	-0,730**	-	-0,942**
Degré de concurrence chinoise $\times \acute{E}lev\acute{e}_t$ .....	-	-3,158**	-	-0,331	-	2,445**
# observations .....	48 664	48 664	48 664	48 664	48 664	48 664

Source: De Loecker *et al.* (2014).

Notes: De Loecker *et al.* (2014) utilisent une mesure sectorielle du degré de concurrence des importations chinoises: la part des importations en provenance de Chine dans le total de la production domestique et des importations chinoises, évaluée au niveau CPA à deux chiffres, et en tenant compte du ré-export. Les variables *Bas*, *Moyen* et *Élevé* sont des variables indicatrices qui indiquent que le niveau de  $PTF-Q$  d'une entreprise au cours de la première année d'observation se situe respectivement dans le premier quartile, entre le premier et le troisième quartile, et dans le dernier quartile de la distribution de  $PTF-Q$  du secteur.

La variable degré de concurrence des importations chinoises étant un pourcentage, les coefficients présentés s'interprètent comme des élasticités.

\*, \*\* et \*\*\* signifient respectivement significatifs à 10, 5 et 1 %.

L'indice  $t$  désigne l'année.

Les résultats obtenus indiquent que, face à l'augmentation des importations en provenance de Chine, les entreprises belges actives dans les branches de l'industrie manufacturière ont, en moyenne, réduit leurs coûts marginaux, vraisemblablement grâce au recours à des inputs intermédiaires importés. Toutefois, cette diminution des coûts marginaux ne semble pas s'être intégralement traduite par des baisses de prix.

En matière d'efficacité productive, l'augmentation de la concurrence des produits chinois ne semble pas avoir exercé une influence identique sur l'ensemble des producteurs belges. Selon les auteurs, ce sont principalement les entreprises accusant un retard technologique, c'est-à-dire celles dont le niveau de la PTF était relativement bas, qui ont dû réagir à l'accroissement de la concurrence en devenant plus efficaces.

Au niveau de la concurrence exercée par les pays voisins, les résultats obtenus, bien qu'encore préliminaires, suggèrent que la baisse relative du coût du travail en France et aux Pays-Bas par rapport à la Belgique a induit une réduction des marges et de l'efficacité productive des entreprises belges, alors que l'évolution relative du coût du travail en Allemagne semble n'avoir eu aucun effet significatif. Toutefois, sur la base d'une étude spécifique du secteur de l'industrie alimentaire, les auteurs montrent que les entreprises qui sont établies à proximité de la frontière allemande, et qui sont donc potentiellement les

plus exposées à la concurrence des firmes allemandes, ont réagi à la baisse relative du coût du travail en Allemagne en augmentant leur productivité de manière significative et en réduisant leurs coûts de production et leurs prix.

### 3.2 Structures des marchés et croissance de la PTF

L'article rédigé par Dobbelaere et Vancauteran (2014) aborde le lien entre le degré de concurrence sur le marché des produits et la croissance de la PTF. Sur la base de données individuelles relatives aux entreprises actives en Belgique et aux Pays-Bas et de la méthodologie développée par Dobbelaere et Mairesse (2013), les auteurs estiment conjointement l'efficacité productive et certains paramètres caractérisant le degré d'imperfection observé sur les marchés des biens et du travail avant d'analyser la relation entre la croissance de la PTF et les imperfections sur ces marchés.

Selon leurs résultats, le modèle de concurrence dominant sur le marché des produits est le modèle de concurrence imparfaite, ce dernier concernant 90 % des branches de l'économie belge (définies au niveau NACE Rév. 2. à deux chiffres) et 89 % des entreprises<sup>(1)</sup>. Les auteurs examinent ensuite le lien entre le degré d'imperfection sur le marché des produits (mesuré par le taux de marge) et les paramètres de la distribution des taux de croissance de la PTF. Globalement, ils montrent que, si le degré de concurrence semble positivement corrélé avec le taux de croissance moyen de la PTF (le taux de marge est corrélé

(1) Des taux légèrement supérieurs sont observés aux Pays-Bas (93 % des branches pour 96 % des entreprises).

**TABEAU 4** RÉGIMES DE CONCURRENCE SUR LE MARCHÉ DES PRODUITS ET DU TRAVAIL ET CARACTÉRISTIQUES DE LA DISTRIBUTION DES TAUX DE CROISSANCE DE LA PTF EN BELGIQUE

			Marché des produits	
			Concurrence parfaite	Concurrence monopolistique
			% branches: 10,0 % firmes: 11,4	% branches: 90,0 % firmes: 88,6
Marché du travail	Concurrence parfaite ou <i>right-to-manage</i>	% branches: 13,3 % firmes: 27,0	% branches: 3,3 % firmes: 8,6 PTF (moyenne): n. PTF (écart-type): n.	% branches: 10,0 % firmes: 18,4 PTF (moyenne): 0,012 PTF (écart-type): 0,754
	Efficient bargaining	% branches: 53,3 % firmes: 50,7	% branches: 0,0 % firmes: 0,0 PTF (moyenne): n. PTF (écart-type): n.	% branches: 53,3 % firmes: 50,7 PTF (moyenne): 0,011 PTF (écart-type): 0,161
	Monopsonie	% branches: 33,4 % firmes: 22,3	% branches: 6,7 % firmes: 2,8 PTF (moyenne): n. PTF (écart-type): n.	% branches: 26,7 % firmes: 19,5 PTF (moyenne): 0,014 PTF (écart-type): 0,170

Sources : Dobbelaere et Vancauterén (2014).

négativement), cette corrélation n'est pas significative. De même, les autres paramètres de la distribution des taux de croissance de la PTF (variance, asymétrie, aplatissement) ne semblent pas affectés significativement par un renforcement de la concurrence sur le marché des produits.

Comme indiqué ci-dessus, Dobbelaere et Vancauterén (2014) ne s'intéressent pas qu'à l'impact sur la PTF du degré de concurrence sur le marché des produits. Ils mesurent également le degré d'imperfection existant sur le marché du travail. Sur la base de leurs estimations, ils classent les branches d'activité (et donc les entreprises) en trois régimes différents sur le marché du travail : le régime de concurrence parfaite ou de *right-to-manage* dans lequel salaire et productivité marginale du travail sont égaux, le régime d'*efficient bargaining* caractérisé par un niveau de salaire supérieur à la productivité marginale, et

enfin le régime de monopsonie caractérisé par un salaire inférieur à la productivité marginale. Selon leurs calculs, 53,3 % des branches de l'économie belge (50,7 % des entreprises) relèvent du régime d'*efficient bargaining*, 33,3 % (22,3 % des entreprises) de celui de monopsonie, tandis que la concurrence parfaite sur le marché du travail ou de *right-to-manage* ne concerne que les 13,3 % restants (27,0 % des entreprises)<sup>(1)</sup>.

En mettant en relation le degré d'imperfection sur le marché du travail et les paramètres de la distribution de la PTF, les auteurs montrent que ce facteur n'est pas sans incidence sur la distribution des taux de croissance de la PTF.

(1) Pour les Pays-Bas, la répartition des branches par type d'imperfection sur le marché du travail est de 56,7 % pour le régime d'*efficient bargaining*, 16,7 % pour le monopsonie et 26,7 % pour la concurrence parfaite ou *right-to-manage*.

En effet, les branches évoluant dans un environnement de concurrence parfaite sur le marché du travail semblent en moyenne afficher des taux de croissance de la PTF supérieurs à ceux observés dans des branches où un régime d'*efficient bargaining* prévaut. Cette croissance moyenne plus élevée de la PTF s'accompagnerait toutefois d'une plus grande hétérogénéité dans la performance des entreprises.

### 3.3 Politique industrielle et croissance de la PTF

Une dernière contribution présentée lors du colloque s'est intéressée aux effets des aides d'État, en particulier depuis la crise, sur la performance des entreprises. Si la politique industrielle n'est pas le levier majeur pour stimuler la croissance de la PTF, elle peut cependant jouer un rôle à court terme. Dans leur étude, Van Cayseele *et al.* (2014) analysent l'effet des différentes aides d'État autorisées par la Commission européenne sur la PTF d'un échantillon d'entreprises européennes au cours de la période 2003-2011. Les aides d'État sont en principe interdites au sein de l'UE, mais il existe un ensemble d'exceptions permettant aux États membres de mettre en place temporairement des aides publiques ciblées sur un secteur ou un nombre restreint d'entreprises. Des aides d'État peuvent ainsi être accordées si elles peuvent contribuer à augmenter la croissance et à favoriser l'innovation, principalement dans les cas où les entreprises bénéficiaires feraient face à des manquements du marché, telles des contraintes de financement.

Les auteurs montrent que cet outil de politique économique a été amplement utilisé par les États membres à partir de 2007, en guise de réaction de court terme aux difficultés de financement auxquelles la crise récente avait confronté les entreprises. Ils montrent également que, au cours de la période récente, l'octroi d'aides d'État

a eu un effet positif sur la croissance de la PTF des entreprises qui souffraient d'un retard technologique, sans pour autant heurter les firmes se trouvant à la frontière de l'efficacité technique. Cet effet positif des aides d'État aurait été particulièrement important pour les entreprises éprouvant des difficultés à se financer.

Les travaux de Aghion *et al.* (2012) confirment également l'effet positif à court terme de certaines mesures de politique industrielle, pour autant que celles-ci bénéficient à un secteur économique dans son ensemble plutôt qu'à certaines entreprises. Ces politiques doivent cependant être considérées comme des politiques d'accompagnement à court terme et ne peuvent constituer à elles seules la réponse des États européens aux défis de la stagnation séculaire et de la période de crise actuelle. En effet, si de telles mesures peuvent permettre à certaines entreprises de financer plus facilement des investissements de R&D visant à combler un retard technologique, elles peuvent également ralentir la nécessaire réallocation des ressources entre secteurs et entreprises.

## 4. Conclusions – Comment éviter la stagnation séculaire ?

Sur la base du constat dressé dans la deuxième partie, de nombreux intervenants du colloque ont rappelé les diverses politiques à mener en Europe, et plus précisément en Belgique, pour restaurer la croissance de la PTF et éviter ainsi ce que Summers (2014) appelle la stagnation séculaire.

Il s'agit non seulement d'identifier les politiques favorables à la croissance de la PTF, mais également de trouver un équilibre entre différents politiques, objectifs et horizons. D'une part, les enjeux à long terme sont de restaurer la croissance de la PTF et de l'output potentiel

**TABEAU 5** EFFETS DES AIDES D'ÉTAT SUR LA PTF, EN FONCTION DU RETARD TECHNOLOGIQUE

	2003-2011	2003-2006	2007-2011	2003-2011	2003-2006	2007-2011
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Bénéficiaire d'une aide d'État	0,008	-0,002	0,025*	0,007*	0,002	0,018***
Retard technologique	-	-	-	0,338***	0,475***	0,214***
Retard technologique x Bénéficiaire d'une aide d'État	-	-	-	0,105*	0,110	0,161***

Source: Van Cayseele *et al.* (2014).

Notes: La variable « Retard technologique » prend une valeur entre 0 et 1. La firme la plus en retard est caractérisée par la valeur 1.

\*, \*\* et \*\*\* signifient respectivement significatifs à 10, 5 et 1 %.

afin d'assurer une croissance durable. D'autre part, dans le contexte de consolidation des finances publiques, des choix délicats devront être opérés afin de mettre en œuvre les politiques économiques favorables à la croissance. De plus, certaines mesures et réformes ne produiront leurs effets qu'à moyen ou à long terme, tout en impliquant des ajustements et des coûts dans un premier temps. Des politiques d'accompagnement de ces mesures et réformes et de stimulation à court terme pourraient s'avérer un complément important.

Les principales politiques économiques à mener ont été abordées lors du panel de clôture du colloque, qui réunissait quatre experts internationaux, Nick Johnstone, de l'OCDE, Servaas Deroose, de la Commission européenne, Henri Bogaert, commissaire au plan honoraire, et Leo Sleuwaegen, de la Vlerick School of Economics, et était présidé par Jan Smets, directeur de la BNB. Ces quatre experts ont pu dresser l'éventail des actions à mener au niveau de l'Union européenne, de la Belgique et des entreprises.

Le représentant de l'OCDE, Nick Johnstone, a, dans un premier temps, insisté sur la nécessaire amélioration des capacités des économies avancées à absorber les changements technologiques induits par la révolution des TIC. Cette plus grande adaptabilité passe entre autres par des réformes visant à accroître la flexibilité sur le marché du travail afin de permettre une meilleure réallocation des ressources disponibles des secteurs et des entreprises en déclin ou en stagnation vers des secteurs et entreprises en croissance.

À ce titre, des réformes structurelles du marché du travail en Europe doivent, selon lui, être entreprises, mais celles-ci doivent s'accompagner de nouvelles politiques dans le domaine de la formation tout au long de la vie, en particulier dans un contexte d'allongement de la durée de la carrière professionnelle. Cette flexibilité accrue du marché du travail doit être entendue dans son sens le plus large, comme une augmentation de la capacité de s'adapter aux changements. Par exemple, une réallocation efficace des facteurs de production d'une entreprise vers une autre ou d'un secteur vers un autre requiert de s'adapter à un nouvel environnement, et éventuellement de compléter ou de développer de nouvelles qualifications. Par ailleurs, la capacité des entreprises d'absorber les changements technologiques dépend également de la flexibilité des travailleurs qui doivent s'adapter à de nouveaux outils et modes d'organisation et de production. Dans ce cadre, la responsabilité des politiques à mener n'incombe pas uniquement aux États. Les entreprises ont également un rôle à jouer dans ce contexte en intensifiant leurs investissements en formation, en particulier en Belgique.

Afin de dynamiser la croissance de la PTF, Nick Johnstone a également insisté sur l'importance des mesures visant à faciliter la création d'entreprises et des politiques qui améliorent l'entrepreneuriat en Europe et réduisent les barrières administratives ou réglementaires à l'entrée ou à la croissance des entreprises. Bart van Ark avait notamment mentionné la nécessité d'achever le marché unique des services en Europe.

S'agissant de la question de savoir quelles politiques implémenter au niveau européen, Servaas Deroose a tout d'abord rappelé que les institutions européennes ont revu à la baisse leurs hypothèses de croissance à long terme de l'output potentiel de l'UE, intégrant de facto un ralentissement durable de la croissance de la PTF dans leurs prévisions économiques. La Commission européenne considère donc comme essentielle la mise en œuvre de réformes structurelles afin de restaurer les perspectives de croissance de long terme. Cette mise en œuvre ne doit pas être ralentie ou postposée.

Cette révision à la baisse du potentiel de croissance concerne également la Belgique, comme l'a indiqué Henri Bogaert. Il a donc lui aussi plaidé pour la conduite de réformes structurelles. Mais il a aussi évoqué d'autres pistes de croissance de la PTF, en insistant sur le fait que certains investissements s'imposent pour maintenir ou renforcer le potentiel de croissance de l'économie belge. Lors de son exposé, Bart van Ark a en effet pointé le manque préoccupant d'investissements, que ce soit en Belgique ou dans d'autres économies européennes comme l'Allemagne. Cette pénurie d'investissements est extrêmement inquiétante lorsqu'elle se traduit par de faibles investissements en R&D ou dans les technologies de l'information et de la communication, les études ayant démontré leurs effets multiplicateurs à long terme sur la croissance de la PTF. Cette relance des investissements en Europe passe, entre autres, par le rétablissement de la confiance des entreprises.

Henri Bogaert a souligné le besoin d'investissements publics en matière d'infrastructure de transport, pour réduire les problèmes de congestion aux abords des grandes villes, des investissements dans les secteurs des réseaux et en particulier de l'énergie, et enfin des investissements en R&D.

En ce qui concerne les effets des investissements en R&D, il a mentionné le fait que les répercussions de la R&D ne se limitent pas aux seules entreprises qui financent la recherche, mais que ce type d'investissements génère des effets de débordement très significatifs pour l'ensemble de l'économie. Dans ce contexte, il s'est également dit favorable à des mesures permettant

de préserver ou de renforcer l'attractivité de notre économie pour les investisseurs étrangers, ces derniers étant un puissant vecteur de diffusion des innovations techniques ou organisationnelles. Il a notamment plaidé pour l'amélioration de l'efficacité des structures administratives en Belgique et a rappelé l'importance de la prédictibilité du cadre institutionnel dans lequel les opérateurs privés doivent fonctionner, notamment pour ce qui est des investissements dans le secteur de l'énergie.

Pour terminer, Leo Sleuwaegen a mis en exergue les problèmes de réallocation des facteurs de production comme étant l'une des principales faiblesses de l'économie belge et a invité les pouvoirs publics à réduire le poids de la régulation afin d'améliorer cette réallocation. Outre les points développés par les trois autres intervenants, il a remarqué que nos entreprises ont, selon lui, besoin de *creative workers* et qu'elles doivent donc s'adapter afin de favoriser la créativité de leur personnel. Cette mutation des modes d'organisation et de production des entreprises passe également par une transformation du système éducatif afin de valoriser plus fortement la créativité individuelle. Des travailleurs plus créatifs devraient également accroître la dynamique de la création d'entreprises.

Jan Smets a clôturé le colloque et résumé les principaux enseignements de celui-ci en observant que, pour éviter le spectre de la stagnation séculaire en Europe, et en particulier en Belgique, un ensemble de politiques, mesures et réformes sont requises. Il convient de promouvoir un environnement économique stable et propice aux investissements, qu'il s'agisse des investissements des entreprises, en particulier des investissements innovants, ou de programmes d'investissements publics. Il s'agit également de mettre en place des réformes structurelles qui favorisent tant le développement de nouvelles technologies que la capacité d'absorber les innovations et la création (et le financement) d'entreprises ou la réallocation efficace des facteurs de production. Enfin, il faut conduire des politiques d'accompagnement visant à faciliter la transition de notre économie et le processus de réallocation des ressources des entreprises les moins productives vers les entreprises les plus productives.

Ces politiques, qu'elles soient ciblées sur certains secteurs ou non, nécessitent l'implication de tous les acteurs à tous les niveaux de pouvoir – européen, fédéral et régional. Enfin, les entreprises ont également un rôle à jouer, d'une part, en investissant dans de nouvelles sources de croissance de la PTF et, d'autre part, en développant, en concertation avec les partenaires sociaux, les moyens d'accroître la productivité et l'employabilité des travailleurs.

## Bibliographie

- Aghion Ph., M. Dewatripont, L. Du, A. Harrison et P. Legros (2012), *Industrial Policy and Competition*, mimeo.
- Aghion Ph. et P. Howit (1996), *Endogeneous Growth Theory*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Ariu A. et V. Vandenberghe (2014), *Assessing the Role of Ageing, Feminising and Better-Educated Workforces on Tfp Growth*, NBB Working Paper, 265-32.
- Bloom N., R. Sadun et J. Van Reenen (2012), « Americans Do It Better: Us Multinationals and the Productivity Miracle », *The American Economic Review*, 102(1), 167-201.
- Braguinsky S., A. Ohyama, T. Okazaki et C. Syverson (2014), *Acquisitions, Productivity, and Profitability : Evidence from the Japanese Cotton Spinning Industry*, NBB Working Paper, 270-72.
- Corrado C., J. Haskel, C. Jona-Lasinio et M. Iommi (2013), « Innovation and Intangible Investment in Europe, Japan, and the United States », *Oxford Review of Economic Policy*, 29(2), 261-86.
- De Loecker J., C. Fuss et J. Van Biesebroek (2014), *International Competition and Firm Performance: Evidence from Belgium*, NBB Working Paper, 269-45.
- Dhyne E., V. Smeets, A. Petrin et F. Warzynski (2014), *Import Competition, Productivity and Multi-Product Firms*, NBB Working Paper, 268-34.
- Dobbelaere S. et J. Mairesse (2013), « Panel Data Estimates of the Production Function and Product and Labor Market Imperfections », *Journal of Applied Econometrics*, 28(1), 1-46.
- Dobbelaere S. et M. Vancauteren (2014), *Market Imperfections, Skills and Total Factor Productivity: Firm-Level Evidence on Belgium and the Netherlands*, NBB Working Paper, 267-78.
- Duprez C. (2014), « Création de Valeur à l'exportation – Un diagnostic de la Belgique », BNB, *Revue économique*, septembre, 27-42.
- Hall B. H. (2011), « Innovation and Productivity », *Nordic Economic Policy Review*, 2, 167-203.
- Holmes Th. J. et J. A. Schmitz (2010), « Competition and Productivity: A Review of Evidence », *Annual Review of Economics*, 2(1), 619-42.
- Summers L. H. (2014), « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics*, 49(2), 65-73.
- van Ark B. (2014), *Total Factor Productivity : Lessons from the Past and Directions for the Future*, NBB Working Paper, 271-26.
- Van Cayseele P., J. Konings et I. Sergant (2014), *The Effects of State Aid on Total Factor Productivity Growth*, NBB Working Paper, 264-32.
- Vershelde M., M. Dumont, B. Merlevede et G. Rayp (2014), *A Constrained Nonparametric Regression Analysis of Factor-Biased Technical Change and TFP Growth at the Firm-Level*, NBB Working Paper, 266-46.

# Résultats et situation financière des entreprises en 2013

David Vivet

## Introduction

Chaque année, dans la Revue économique de décembre, la Banque nationale présente les évolutions qui ressortent des comptes annuels des sociétés non financières. À l'automne, la Centrale des bilans dispose en effet d'un échantillon déjà représentatif de comptes annuels relatifs à l'année précédente. Les conclusions tirées de ce dernier peuvent donc être généralisées de manière fiable à l'ensemble de la population.

Le présent article comporte trois parties. La première partie décrit brièvement la méthode suivie et la population étudiée. La deuxième partie propose une extrapolation des principaux postes du compte d'exploitation pour l'exercice comptable 2013, en se focalisant essentiellement sur la valeur ajoutée, les frais de personnel, les amortissements et le résultat d'exploitation. Les extrapolations sont détaillées en fonction de la taille des sociétés et selon les principales branches d'activité. L'accent est en outre mis sur l'effort d'investissement consenti par les entreprises, ainsi que sur les évolutions observées depuis l'éclatement de la crise financière. La troisième partie évalue la position financière des sociétés en termes de rentabilité et de structure financière. Cette analyse se base sur la théorie d'interprétation des comptes annuels et fournit un point de vue tant macroéconomique (globalisations) que microéconomique (médianes et autres mesures de distribution). Cette année, une section additionnelle se penche sur la trésorerie des entreprises, en raison de la progression sensible qu'a affichée cette dernière sur la période récente. L'analyse recourt notamment aux concepts de fonds de roulement net, de besoin en fonds de roulement net et de trésorerie nette.

## 1. Méthode et description de la population

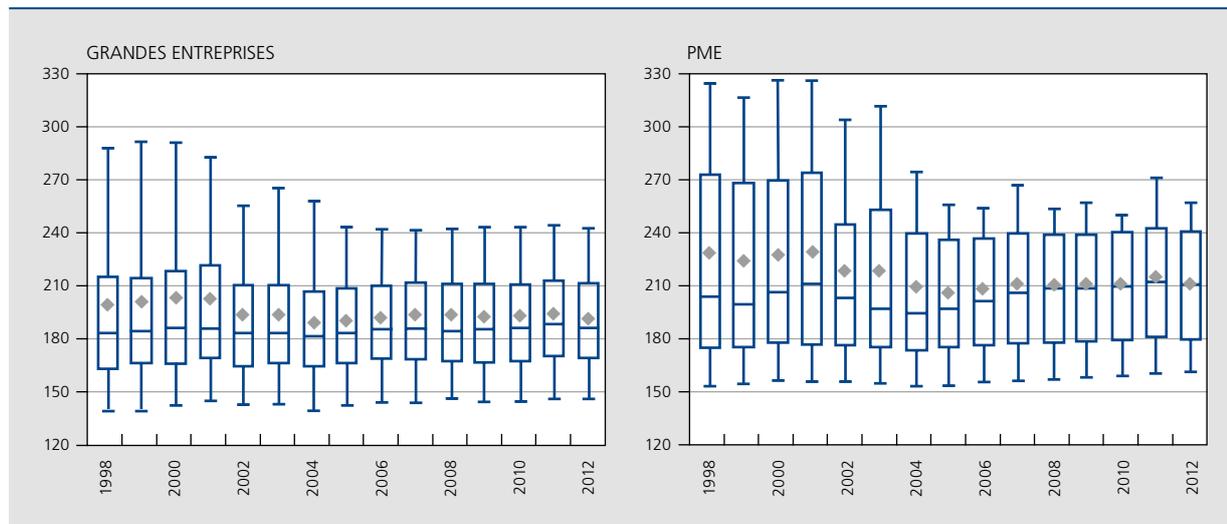
### 1.1 Méthode

Depuis la fin des années 1970, la Centrale des bilans collecte les comptes des sociétés non financières. À cette fin, les entreprises sont tenues de déposer leurs comptes annuels sous la forme d'un formulaire normalisé, au plus tard sept mois après la clôture de l'exercice comptable. Les données font ensuite l'objet de vérifications et d'éventuelles corrections afin de satisfaire aux normes de qualité requises, à la suite de quoi une première analyse est possible, à partir de septembre.

Chaque année, cependant, les comptes annuels relatifs au dernier exercice étudié, en l'occurrence 2013, ne sont pas encore tous disponibles. Cette situation tient au fait qu'un nombre non négligeable de comptes sont déposés tardivement ou ne satisfont pas aux contrôles arithmétiques et logiques de la Centrale des bilans. C'est pourquoi les données se rapportant à 2013 sont estimées sur la base d'un échantillon constant. Celui-ci se compose des entreprises ayant déposé des comptes annuels couvrant un exercice comptable de douze mois, tant pour l'exercice 2012 que pour l'exercice 2013. La méthode consiste à extrapoler les résultats de 2013 en fonction des évolutions observées au sein de l'échantillon, lesquelles sont présumées représentatives des évolutions ayant affecté l'ensemble de la population. Comme cela a été vérifié dans les précédentes éditions de cet article, il s'agit d'une hypothèse largement avérée: les extrapolations donnent, dans la très grande majorité des cas, une bonne indication de la direction et de l'ampleur des mouvements réels.

## GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE LA DISTRIBUTION DU DÉLAI DE DÉPÔT DES COMPTES ANNUELS

(nombre de jours à partir de la date de clôture de l'exercice comptable)



Source : BNB.

Les *box plots* se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 3<sup>e</sup> quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement au 1<sup>er</sup> et au 9<sup>e</sup> décile. Le point gris indique la moyenne.

L'échantillon de cette année a été tiré le 10 septembre 2014. Il compte 252 731 comptes annuels, soit 74,0 % du nombre total de comptes déposés pour l'exercice comptable 2012. Le taux de représentativité mesuré en termes de valeur ajoutée est nettement supérieur, puisqu'il atteint 88,1 %.

Il est à souligner que la représentativité de l'échantillon a significativement augmenté au cours des dix dernières années: en 2005, elle était encore de 52,6 % en termes de nombre de sociétés, et de 82,4 % en termes de valeur ajoutée. Cette amélioration tient principalement à deux facteurs.

D'une part, la loi-programme du 27 décembre 2005 a instauré des majorations tarifaires en cas de dépôt tardif à partir de l'exercice comptable 2005, ce qui a eu un effet manifeste sur le comportement de dépôt des entreprises. Comme l'indique le graphique 1, qui présente la distribution du délai de dépôt sous la forme de *box plots*, ce sont surtout les strates les plus tardives de la population qui ont été affectées. Alors qu'il atteignait encore 20 % en 2003, le pourcentage de comptes annuels déposés plus de neuf mois après la date de clôture de l'exercice comptable est descendu à 8 % en 2005, après quoi il est demeuré assez stable sous la barre des 10 %.

D'autre part, divers progrès techniques ont permis de raccourcir les délais de collecte et de traitement des données. Outre le dépôt électronique des comptes annuels,

aujourd'hui quasiment généralisé, le système informatique de la Centrale des bilans a enregistré plusieurs améliorations au cours des dernières années, parmi lesquelles le développement d'un datawarehouse et l'utilisation du langage XBRL.

### 1.2 Description de la population étudiée

La population étudiée correspond à l'ensemble des sociétés non financières tel que défini par la Centrale des bilans. Cet ensemble est cependant expurgé de la branche des « activités de sièges sociaux » (NACE-BEL 70 100), car celle-ci rassemble des sociétés assurant généralement la fonction de banquier interne ou de gestionnaire de trésorerie au sein de groupes d'entreprises, et qui à ce titre sont assimilables à des sociétés financières.

L'annexe 1 détaille les codes NACE-BEL des branches d'activité couvertes. Les regroupements sectoriels reposent sur la nomenclature NACE-BEL 2008. À des fins de présentation et d'interprétation, la structure utilisée ici diffère toutefois quelque peu de la structure officielle de la nomenclature.

L'article distingue également les sociétés en fonction de leur taille. Cette distinction se fonde sur le type de schéma déposé. D'après le Code des sociétés, les petites entreprises non cotées en bourse ont la possibilité de déposer leurs comptes annuels selon le schéma abrégé, alors que

les grandes entreprises et les petites entreprises cotées en bourse sont tenues d'utiliser le schéma complet.

Dans le Code des sociétés, une entreprise est considérée comme petite dès lors qu'elle n'a pas dépassé plus d'une des limites suivantes au cours des deux derniers exercices comptables :

- nombre de travailleurs occupés (en moyenne annuelle) : 50 ;
- chiffre d'affaires (HTVA) : 7 300 000 euros ;
- total du bilan : 3 650 000 euros ;

sauf si le nombre de travailleurs occupés dépasse 100 unités en moyenne annuelle<sup>(1)</sup>.

Dans tous les autres cas, l'entreprise est considérée comme grande.

Conformément à ces critères, on définit comme grandes entreprises les sociétés déposant un schéma complet. Les autres sociétés, c'est-à-dire les sociétés introduisant un schéma abrégé, sont considérées comme des PME.

Le tableau 1 résume les principales caractéristiques de la population étudiée. Les données relatives à 2013 sont renseignées pour mémoire car, comme on l'a souligné plus haut, elles étaient incomplètes au moment où cet article a été rédigé. Les PME sont largement majoritaires (320 787 sociétés en 2012, soit 94 % du total). En termes de valeur ajoutée et d'emplois, les grandes entreprises sont par contre nettement prépondérantes (131 milliards d'euros de valeur ajoutée et 1,3 million d'emplois en 2012, soit respectivement 74 % et 70 % du total).

Il est à souligner que, en l'espace de vingt ans, le nombre de sociétés non financières déposant des comptes annuels a doublé. Cette tendance de long terme s'est poursuivie sur la période récente, le nombre de sociétés étudiées passant de 301 026 unités en 2008 à 341 313 unités en 2012. Pour l'essentiel, cette création nette d'entreprises trouve son origine dans les services (services aux entreprises, conseil en gestion, activités informatiques, immobilier, professions libérales, etc) et dans la construction. Dans l'industrie, au contraire, le nombre de sociétés est beaucoup plus stable depuis de nombreuses années. L'évolution du nombre de sociétés par branche d'activité est détaillée à l'annexe 3.

Globalement, les nouvelles entreprises sont des structures de taille relativement réduite : on remarque entre autres que 30 % des sociétés créées au cours des cinq dernières années n'emploient pas de personnel, et que seules 5 % d'entre elles ont un effectif supérieur à cinq personnes ; la très grande majorité des sociétés nouvellement établies sont d'ailleurs des SPRL.

Pour sa part, le nombre de sociétés anonymes s'érode depuis une dizaine d'années. Il faut toutefois noter que près d'un quart des disparitions de sociétés anonymes sont la conséquence d'une fusion par absorption (contre moins de 5 % pour les SPRL) et qu'elles ne s'assimilent dès lors pas à une cessation d'activité au sens strict. Du reste, les sociétés anonymes continuent de peser très largement sur la valeur ajoutée et l'emploi total, à hauteur de respectivement 67 % et 65 %.

Quant aux autres formes juridiques, elles ont poursuivi leur progression, sous l'effet principalement de l'essor des sociétés civiles. Ces dernières sont particulièrement populaires auprès des professions libérales, dont les comptables, les fiscalistes, les avocats, les notaires et les architectes. Les sociétés civiles sont généralement constituées sous la forme de SPRL, de sorte qu'elles sont pour l'essentiel soumises aux règles applicables à ces dernières<sup>(1)</sup>. Enfin, pour mémoire, le nombre de sociétés en nom collectif et en commandite s'est également accru sur la période récente, tout en demeurant marginal (ces sociétés représentent moins de 1 % du total).

## 2. Évolution des composantes du compte d'exploitation

### 2.1 Contexte conjoncturel

Au terme d'une longue période de stagnation amorcée au second semestre de 2011, l'activité en Belgique a renoué avec une croissance positive à partir du deuxième trimestre de 2013. Sur l'ensemble de 2013, le PIB s'est raffermi de 0,3 %, alors qu'il avait régressé de 0,1 % en 2012. Globalement, le PIB est resté bridé par l'incertitude entourant encore des facteurs fondamentaux de soutien à la croissance, tels que l'emploi, les revenus des particuliers et les perspectives de débouchés pour les entreprises.

La faible augmentation du PIB enregistrée en moyenne en 2013 a été soutenue par la consommation privée, laquelle a gagné en vigueur durant toute l'année après avoir stagné pendant deux ans. La consommation des administrations publiques a également apporté une contribution, même si celle-ci s'est essoufflée en raison de la consolidation budgétaire.

(1) Si l'exercice compte plus ou moins de douze mois, le critère relatif au chiffre d'affaires est calculé au prorata. Si l'entreprise est liée à une ou plusieurs entreprises, le critère portant sur la moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés est calculé en additionnant le nombre moyen de travailleurs occupés par toutes les entreprises concernées, et les critères liés au chiffre d'affaires ainsi qu'au total bilantaire sont calculés sur une base consolidée. Pour de plus amples informations, voir l'avis CNC 2010-5 de la Commission des normes comptables ([www.cnc-cbn.be](http://www.cnc-cbn.be)).

**TABLEAU 1** CARACTÉRISTIQUES DE LA POPULATION ÉTUDIÉE

(situation au 10 septembre 2014)

	2008	2009	2010	2011	2012	<i>p.m.</i> 2013
<b>Nombre d'entreprises</b> .....	<b>301 026</b>	<b>313 457</b>	<b>317 993</b>	<b>336 477</b>	<b>341 313</b>	<b>264 404</b>
Grandes entreprises .....	17 546	18 215	19 268	20 091	20 526	18 978
PME .....	283 480	295 242	298 725	316 386	320 787	245 426
Industrie manufacturière .....	21 848	22 000	21 641	22 303	22 149	17 327
Branches non manufacturières .....	279 178	291 457	296 352	314 174	319 164	247 077
Sociétés anonymes .....	87 108	86 251	83 618	83 382	80 623	62 960
SPRL .....	191 716	203 793	210 157	227 314	234 443	180 754
Sociétés coopératives .....	9 189	9 049	8 741	8 914	8 577	6 329
Autres formes juridiques .....	13 013	14 364	15 477	16 867	17 670	14 361
<b>Valeur ajoutée (millions d'euros)</b> .....	<b>164 902</b>	<b>158 983</b>	<b>167 797</b>	<b>174 025</b>	<b>176 413</b>	<b>161 289</b>
Grandes entreprises .....	123 899	117 994	126 412	128 997	130 944	127 258
PME .....	41 004	40 988	41 385	45 028	45 470	34 031
Industrie manufacturière .....	46 462	43 301	46 820	46 642	46 841	44 200
Branches non manufacturières .....	118 440	115 682	120 978	127 383	129 573	117 089
Sociétés anonymes .....	118 804	111 729	116 073	117 794	117 337	109 079
SPRL .....	28 075	29 031	31 913	35 621	37 609	31 749
Sociétés coopératives .....	4 002	4 051	4 044	4 256	4 461	4 503
Autres formes juridiques .....	14 022	14 171	15 767	16 353	17 006	15 959
<b>Emploi<sup>(1)</sup></b> .....	<b>1 856 881</b>	<b>1 816 209</b>	<b>1 816 635</b>	<b>1 881 784</b>	<b>1 879 699</b>	<b>1 631 400</b>
Grandes entreprises .....	1 290 522	1 251 053	1 268 985	1 304 153	1 306 420	1 237 574
PME .....	566 359	565 157	547 651	577 631	573 279	393 827
Industrie manufacturière .....	501 227	478 156	457 515	460 475	454 795	406 636
Branches non manufacturières .....	1 355 653	1 338 053	1 359 120	1 421 309	1 424 905	1 224 764
Sociétés anonymes .....	1 291 711	1 233 136	1 221 136	1 244 288	1 229 567	1 098 515
SPRL .....	359 982	376 381	388 453	428 869	442 363	336 914
Sociétés coopératives .....	48 452	48 861	48 347	50 025	49 805	45 669
Autres formes juridiques .....	156 737	157 831	158 699	158 602	157 964	150 303

Source : BNB.

(1) Effectif moyen du personnel, en équivalents temps plein.

La progression des investissements des entreprises s'est quant à elle avérée légèrement négative sur l'année. En outre, les ménages ont comprimé leurs investissements en logements encore plus qu'en 2012, tandis que les investissements des administrations publiques se sont fortement repliés, comme c'est généralement le cas l'année qui suit des élections communales et provinciales.

Les exportations nettes ont pour leur part contribué positivement à la croissance, sous l'effet conjugué du regain des exportations et de la hausse modérée des importations. Néanmoins, comme en 2012, la participation des exportations nettes a dans une large mesure été annihilée par les variations de stocks, les entreprises ayant probablement une nouvelle fois hâté l'écoulement de ces derniers.

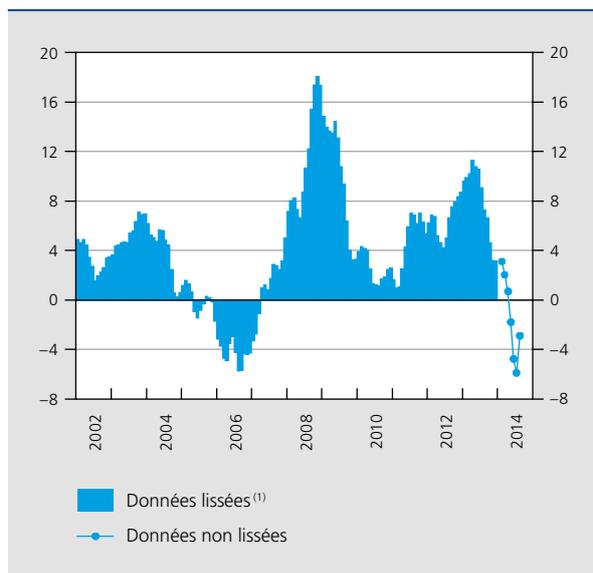
Les évolutions macroéconomiques récentes se sont répercutées sur la vulnérabilité des entreprises belges, telle qu'elle ressort des faillites déclarées par les tribunaux de commerce auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises (cf. graphique 2). Pour en déterminer la tendance, ces données doivent être lissées, car elles sont affectées par un haut degré de volatilité et de saisonnalité.

Après avoir atteint un pic au cœur la récession de 2008-2009, la progression du nombre de faillites avait nettement reflué jusqu'au début de 2011, sous l'effet de l'embellie conjoncturelle. La croissance du nombre de

(1) Un des principales différences concerne le droit des créanciers en cas de faillite. Par ailleurs, la loi sur la continuité des entreprises ne s'applique pas aux sociétés civiles.

**GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FAILLITES D'ENTREPRISES EN BELGIQUE**

(pourcentage de variation du nombre de faillites par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Source : SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, calculs propres.  
(1) Données lissées par une moyenne mobile centrée sur douze mois.

faillites s'est ensuite peu à peu intensifiée, pour atteindre dans le courant de 2013 son plus haut niveau des quatre dernières années : sur l'ensemble de 2013, le nombre de faillites a progressé de 10,9 %, soit une accélération équivalente à celles enregistrées en 2008 (+10,4 %) et en 2009 (+11,1 %). Les branches qui ont le plus pesé sur la hausse des faillites en 2013 sont les services aux

entreprises (+18,5 %), la construction (+14,6 %), l'horeca (+9,7 %) et le commerce (+9,1 %). A l'opposé, l'industrie manufacturière (+1,3 %) et les transports (+0,6 %) ont été relativement épargnés.

L'année 2014 a pour sa part débuté par une accalmie : au premier semestre, le nombre de faillites a baissé de 3,8 %, ce qui constitue une première depuis l'éclatement de la crise financière. Cette évolution ne doit cependant pas masquer le fait que les statistiques de faillites demeurent à des niveaux historiquement élevés. Au premier semestre de 2014, le nombre de faillites a en effet atteint 5 689 unités, soit 42 % de plus qu'au premier semestre de 2007 (4 020 unités).

**2.2 Évolutions globales du compte d'exploitation**

Sur l'ensemble de l'année 2013, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières, c'est-à-dire la différence entre le produit des ventes et le coût des biens et des services fournis par des tiers, s'est accrue de 2,0 % à prix courants (cf. tableau 2). Il s'agit d'un léger raffermissement par rapport à 2012, année durant laquelle la valeur ajoutée avait augmenté de 1,4 %. Cette évolution est survenue en dépit de l'effritement des ventes (-1,0 %), le total des achats ayant reculé plus sensiblement (-1,7 %) sous l'effet, entre autres, de la baisse des prix des matières premières industrielles, énergétiques et alimentaires.

Dans l'ensemble, l'activité des sociétés est donc demeurée peu dynamique en 2013. On note en particulier que

**TABEAU 2 ÉVOLUTION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE D'EXPLOITATION**  
(prix courants)

	Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente					Millions d'euros	Pourcentages de la valeur ajoutée
	2009	2010	2011	2012	2013 e		
<b>Valeur ajoutée</b> .....	-3,6	5,5	3,7	1,4	2,0	180 018	100,0
Frais de personnel .....	(-)	0,6	5,3	3,0	2,1	104 098	57,8
Amortissements et réductions de valeur <sup>(1)</sup> .....	(-)	6,1	2,1	4,1	3,3	33 837	18,8
Autres charges d'exploitation .....	(-)	-5,2	3,0	4,7	2,5	11 087	6,2
<i>Total des charges d'exploitation</i> .....	<i>0,7</i>	<i>1,1</i>	<i>5,0</i>	<i>3,0</i>	<i>2,1</i>	<i>149 021</i>	<i>82,8</i>
<b>Résultat net d'exploitation</b> .....	-21,1	28,6	-1,7	-5,9	1,8	30 996	17,2

Source : BNB.  
(1) Sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement (rubrique 630).

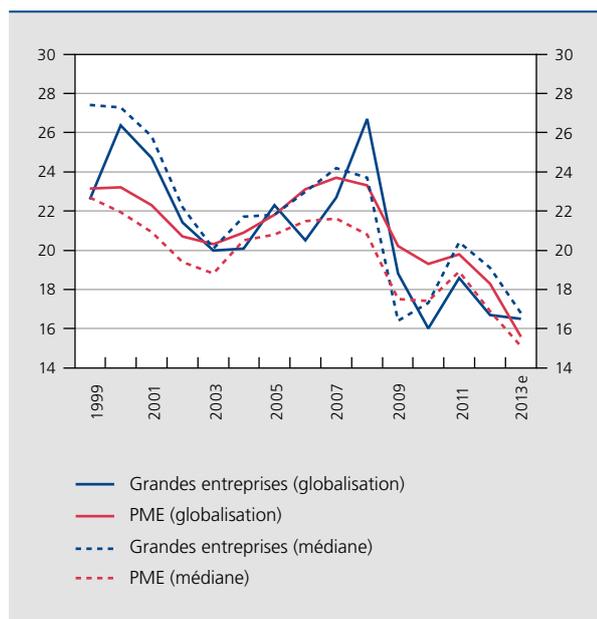
le taux de croissance de la valeur ajoutée au cours des deux dernières années sous revue a été très nettement inférieur à la moyenne des dix années précédentes (+4,1 %<sup>(1)</sup>).

La valeur ajoutée créée par une entreprise lui permet de couvrir ses charges d'exploitation et, pour l'excédent, de dégager un résultat net d'exploitation. Ce dernier reflète l'efficacité commerciale courante de l'entreprise, indépendamment de sa politique de financement et d'éventuels éléments exceptionnels.

Les frais de personnel constituent habituellement la majeure partie des charges d'exploitation. En 2013, leur croissance (+2,1 %) a été équivalente à celle de la valeur ajoutée, contrairement aux années précédentes où elle avait été nettement plus vigoureuse. L'évolution de la masse salariale en 2013 a surtout été influencée par le sensible ralentissement des coûts salariaux horaires dans le secteur privé qui, au travers du mécanisme d'indexation des salaires, a été induit par le reflux de l'inflation. Le nombre total de travailleurs employés est pour sa part resté très stable en 2013 (-0,1 % en équivalents temps plein), comme cela avait déjà été le cas en 2012.

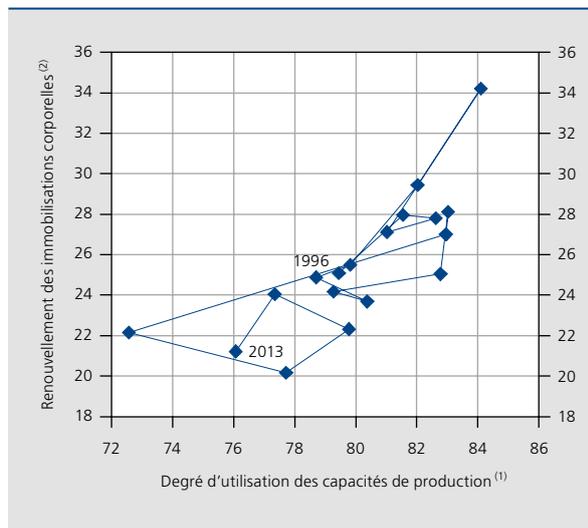
(1) Compte non tenu de 2009, année durant laquelle la croissance de la valeur ajoutée avait été négative.

**GRAPHIQUE 3** TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES (pourcentages)



Source : BNB.

**GRAPHIQUE 4** TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES ET DEGRÉ D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION, DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE (pourcentages)



Source : BNB.

(1) Moyenne annuelle.

(2) Globalisation de l'ensemble des sociétés manufacturières.

Après les frais de personnel, les charges d'exploitation les plus importantes sont constituées par la rubrique 630 des comptes annuels, à savoir les amortissements et les réductions de valeur sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement. En 2013, leur croissance a de nouveau ralenti pour s'établir à un niveau relativement faible (+2,6 %). Dans l'ensemble, la progression des amortissements a été limitée au cours des dernières années, ce qui reflète une politique d'investissement devenue nettement plus conservatrice depuis l'éclatement de la crise financière.

Dans les comptes annuels, l'effort d'investissement consenti par les entreprises peut être appréhendé au moyen du taux de renouvellement des immobilisations corporelles. Ce ratio divise les acquisitions d'immobilisations corporelles réalisées au cours de l'exercice par le stock d'immobilisations corporelles au terme de l'exercice précédent. Quelle que soit la mesure utilisée, le ratio s'est très nettement contracté à la suite de la récession de 2008-2009, pour s'établir depuis lors à des niveaux nettement inférieurs à ceux observés avant la crise financière (graphique 3). Cette tendance baissière a affecté la quasi totalité des branches qui composent l'économie belge (cf. annexe 4). En 2013, le ratio a de nouveau pâti de l'atonie de la demande et de la morosité des perspectives de croissance, dans un environnement toujours incertain. Le degré d'utilisation des

capacités de production dans l'industrie manufacturière, qui est resté inférieur à sa moyenne de long terme sur l'ensemble de l'année, a également découragé les nouveaux investissements. Le graphique 4 témoigne d'ailleurs du lien étroit qui existe entre le renouvellement des immobilisations corporelles et le degré d'utilisation des capacités de production, tel qu'il est calculé dans les enquêtes de conjoncture de la Banque: le taux de corrélation entre les deux variables atteint 0,76 sur la période 1996-2013.

Largement déterminé par les frais de personnel et les amortissements, le total des charges d'exploitation a augmenté de 2,1 % en 2013, soit une progression maîtrisée quasiment équivalente à celle de la valeur ajoutée. En

conséquence de ces évolutions, le résultat net d'exploitation s'est très légèrement amélioré (+1,8 %) pour atteindre un total de 31 milliards d'euros en 2013, mettant ainsi un terme à l'érosion enregistrée tant en 2011 (-1,7 %) qu'en 2012 (-5,9 %).

## 2.3 Évolutions par branche d'activité

Le tableau 3 décrit les mouvements du compte d'exploitation par branche d'activité au cours des deux dernières années sous revue. Le graphique 5, pour sa part, dresse le bilan des évolutions sectorielles survenues depuis l'éclatement de la crise financière.

**TABLEAU 3** ÉVOLUTION DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DU RÉSULTAT D'EXPLOITATION, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

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

	Valeur ajoutée		Résultat net d'exploitation		p.m. Importance, en pourcentage, des branches dans la valeur ajoutée totale en 2013 e
	2012	2013 e	2012	2013 e	
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-14,3</b>	<b>2,5</b>	<b>26,4</b>
dont:					
Industries agricoles et alimentaires .....	4,8	5,4	9,3	20,3	4,3
Textiles, vêtements et chaussures .....	-0,3	-1,6	16,1	-0,6	0,8
Bois, papier et imprimerie .....	-2,4	-3,7	-6,2	-23,7	1,6
Industrie chimique .....	-2,9	1,4	-27,6	-5,5	3,8
Industrie pharmaceutique .....	6,7	10,9	-18,3	36,5	3,2
Métallurgie et travail des métaux .....	-6,2	1,0	-87,9	179,6	3,6
Fabrications métalliques .....	0,8	-1,6	-1,2	-5,6	5,1
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,6</b>	<b>73,6</b>
dont:					
Commerce de véhicules automobiles .....	-5,5	-0,7	-26,6	-7,2	2,4
Commerce de gros <sup>(1)</sup> .....	0,6	-0,1	-6,3	-7,0	12,5
Commerce de détail <sup>(1)</sup> .....	1,8	3,5	-7,8	4,6	7,0
Transport et entreposage .....	1,5	3,2	n.s.	56,7	8,4
Hébergement et restauration .....	2,5	4,1	-21,1	25,6	2,0
Information et communication .....	1,3	-0,9	-5,4	-16,2	6,8
Activités immobilières .....	8,6	3,9	7,2	5,7	3,1
Services aux entreprises .....	4,3	3,4	4,3	8,7	14,4
Énergie, eau et déchets .....	-7,9	-1,9	-25,7	-29,2	5,1
Construction .....	4,4	1,0	12,6	0,6	7,8
<b>Total</b> .....	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>1,8</b>	<b>100,0</b>

Source: BNB.

(1) Hors commerce de véhicules automobiles.

Le léger raffermissement des résultats en 2013 trouve sa source dans les branches tant manufacturières que non manufacturières. Dans l'ensemble, les premières ont tiré profit d'un commerce extérieur moins défavorable, tandis que les secondes ont pu s'appuyer sur le rebond des dépenses de consommation. Ces constats généraux doivent cependant être nuancés, eu égard aux contextes économiques spécifiques auxquels les différentes sous-branches sont soumises.

### 2.3.1 Industrie manufacturière

Dans les branches manufacturières, en continuité avec la tendance des dernières années, ce sont l'industrie pharmaceutique et l'industrie agroalimentaire qui ont enregistré les meilleurs résultats en 2013. Depuis l'éclatement de la crise financière, l'industrie pharmaceutique a tiré parti de son caractère innovant, qui se reflète entre autres dans un taux de valeur ajoutée (soit le rapport entre la valeur ajoutée et les ventes) très largement supérieur à celui des autres branches industrielles. L'agroalimentaire, pour sa part, a été préservé des fluctuations du commerce international, grâce à sa nette orientation vers le marché intérieur.

Considérées globalement, les autres composantes de l'industrie ont été beaucoup plus affectées par la conjoncture récente. Parmi les branches qui ont reculé le plus significativement depuis 2007, citons le textile et la métallurgie : le textile fait face depuis très longtemps à la concurrence internationale, en particulier celle des pays à faibles coûts, tandis que la métallurgie a spécialement subi les retombées de la récession de 2008-2009, dont la mise à l'arrêt de certaines unités de production<sup>(1)</sup>.

D'autres branches, telles les fabrications métalliques et la chimie, ont enregistré des résultats mitigés au cours des dernières années. Dans les fabrications métalliques, le dynamisme de certaines industries technologiques a été contrebalancé par les répercussions de plusieurs restructurations de grande ampleur. L'industrie chimique dans son ensemble a quant à elle fait face à une réduction de ses marges, en raison notamment des fluctuations du prix de certaines matières premières industrielles et énergétiques. Les entreprises de cette branche restent toutefois soumises à des situations de marché diverses, largement déterminées par la nature de leur production.

Dans son ensemble, l'industrie manufacturière reste marquée par les suites de la crise financière, et n'a

toujours pas renoué avec les niveaux enregistrés avant cette dernière : en 2013, la valeur ajoutée et le résultat d'exploitation industriels se situaient respectivement 1,1 % et 29,2 % au-dessous du pic atteint en 2007.

### 2.3.2 Branches non manufacturières

Malgré une amélioration globale de leurs performances, les branches non manufacturières ont également connu des évolutions diverses en 2013. Ainsi, le commerce de détail a profité du redressement de la consommation alors que, à l'inverse, les résultats du commerce de véhicules automobiles ont de nouveau été affectés par la propension des agents économiques à reporter leurs achats de biens durables. Le commerce de gros, pour sa part, a surtout pâti de la baisse des volumes et des prix des produits pétroliers. Quant à l'énergie et aux télécommunications, les résultats y ont de nouveau été impactés par la réduction des marges liée, pour l'essentiel, au contexte concurrentiel et réglementaire. Enfin, les résultats de la construction ont été nettement moins favorables en 2013 qu'au cours des années précédentes, sous l'effet du tassement des investissements publics et des investissements en logements, ainsi que des mauvaises conditions météorologiques en début d'année.

Depuis le début de la crise financière, les branches de services qui ont le mieux résisté sont les services aux entreprises, l'immobilier, l'horeca et le commerce de détail. Dans leur ensemble, ces branches ont bénéficié de la relative fermeté de la demande intérieure depuis 2008. Il faut en outre noter que, sur le long terme, la tendance à l'externalisation des tâches secondaires a stimulé la croissance de certaines de ces branches, dont plus particulièrement les services aux entreprises. À l'opposé, le commerce de gros fait partie des branches de services les plus touchées par la conjoncture des dernières années, en raison de son exposition à l'activité industrielle et aux échanges internationaux ; certaines activités de commerce de gros ont toutefois mieux résisté, dont celles qui sont liées aux produits alimentaires et pharmaceutiques.

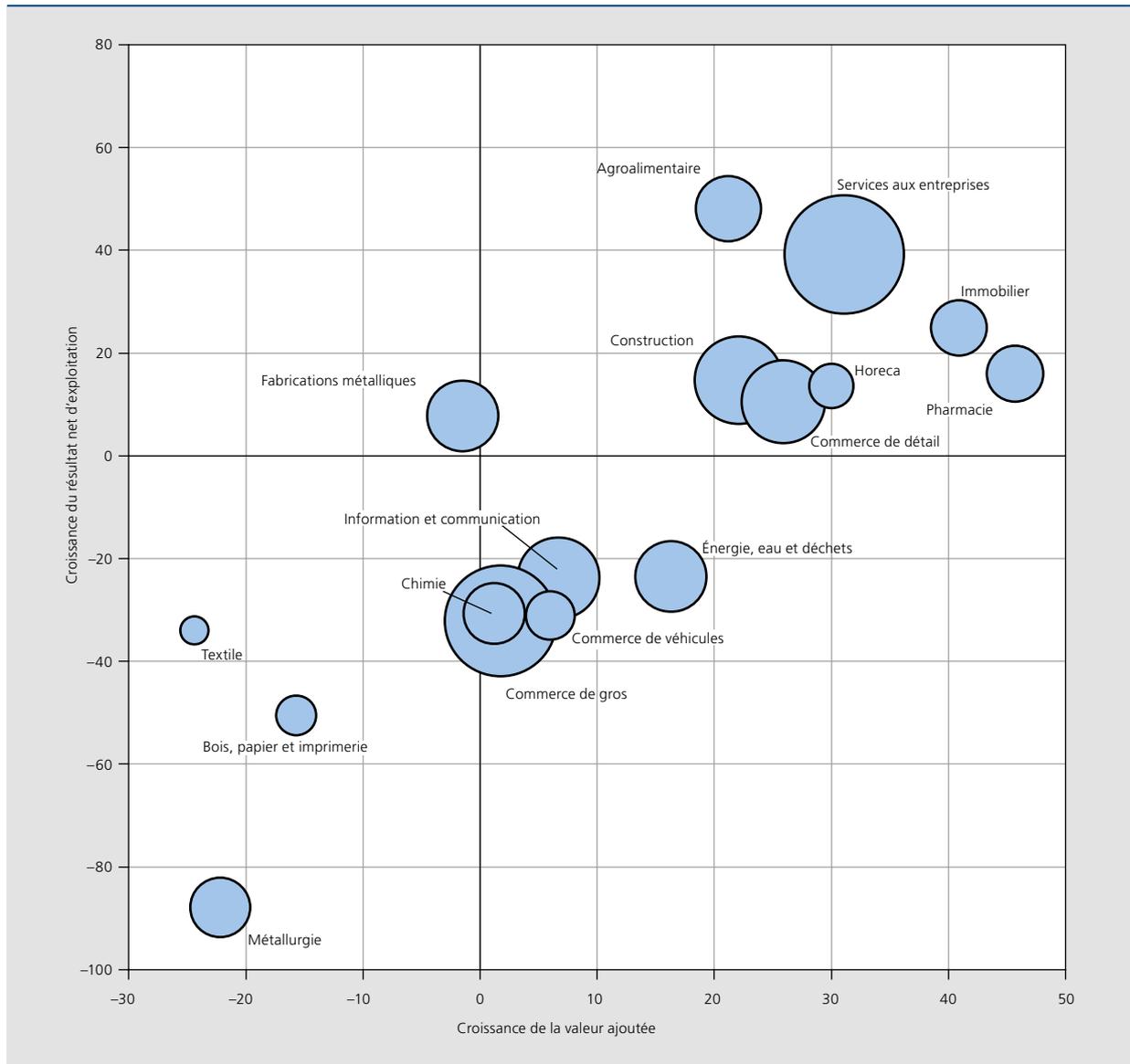
## 3. Évolution de la situation financière des sociétés

Les éléments d'analyse financière qui suivent s'appuient sur la théorie d'interprétation des comptes annuels, à laquelle plusieurs ratios sont empruntés. La définition de ces derniers est détaillée à l'annexe 2.

Les ratios financiers sont présentés sous la forme de globalisations et de médianes. La globalisation d'un ratio divise la somme des numérateurs de toutes les sociétés

(1) Le rebond du résultat d'exploitation dans la métallurgie en 2013 est peu significatif dans la mesure où celui-ci avait atteint en 2012 un étage consécutif à plusieurs années très défavorables à la branche.

**GRAPHIQUE 5** ÉVOLUTION DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DU RÉSULTAT NET D'EXPLOITATION ENTRE 2007 ET 2013<sup>(1)</sup>  
(pourcentages)



Source : BNB.

(1) La surface des cercles est proportionnelle à la part de la valeur ajoutée de chaque branche dans le total, en 2013.

par la somme de leurs dénominateurs. La médiane, quant à elle, est la valeur centrale d'une distribution ordonnée : pour un ratio donné, 50 % des sociétés ont un ratio supérieur au ratio médian, et 50 % ont un ratio inférieur. Les deux mesures sont complémentaires car elles répondent à des préoccupations différentes. En tenant compte du poids de chaque observation au numérateur et au dénominateur, la globalisation représente surtout la situation des plus grandes entreprises. La médiane reflète au contraire l'évolution de l'ensemble de la distribution, car elle est influencée de manière égale par chaque entreprise, quelle que soit sa taille.

### 3.1 Rentabilité

Dans le cadre de cet article, la rentabilité est évaluée au moyen de quatre ratios : la marge nette sur ventes, la rentabilité des actifs d'exploitation, la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité de l'actif total.

La marge nette sur ventes est égale au rapport entre le résultat net d'exploitation et le chiffre d'affaires<sup>(1)</sup>. Elle

(1) Pour les grandes entreprises, le chiffre d'affaires est majoré des autres produits d'exploitation et diminué des subsides d'exploitation.

**GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTION DE LA RENTABILITÉ**  
(pourcentages)



Source : BNB.

(1) Hors résultat exceptionnel.

exprime la performance commerciale pour une unité d'activité, indépendamment des éléments financiers, exceptionnels et fiscaux. Pour les PME, le ratio ne peut être calculé que si le chiffre d'affaires est renseigné dans les comptes annuels.

La rentabilité nette des actifs d'exploitation est le rapport entre le résultat net d'exploitation et les actifs d'exploitation. Ces derniers sont définis comme la somme des immobilisations non financières, des stocks, des créances à un an au plus et des comptes de régularisation<sup>(1)</sup>. Les autres actifs (immobilisations financières, créances à plus d'un an, placements de trésorerie et valeurs disponibles) sont considérés comme des actifs financiers et ne figurent

donc pas au dénominateur. Le ratio exprime ainsi la performance commerciale par rapport aux éléments du bilan directement affectés à l'exploitation.

La rentabilité nette des capitaux propres, également connue sous le terme de *return on equity*, divise le résultat net après impôts par les capitaux propres. Elle exprime le rendement dont bénéficient les actionnaires après déduction de tous les frais et impôts. Dans une optique stricte financière, elle constitue donc la mesure ultime de la rentabilité.

(1) Il s'agit de la définition proposée dans Ooghe et Van Wymeersch (2006), *Traité d'analyse financière*, Intersentia, Anvers-Oxford.

Enfin, la rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges financières mesure la rentabilité de l'entreprise par rapport à l'ensemble de ses moyens d'action. Le bénéfice est considéré avant impôts et charges financières pour être indépendant de la fiscalité et de la politique de financement. Le ratio est de ce fait parfois appelé « rentabilité économique ».

Le graphique 6 présente l'évolution des quatre ratios ainsi définis. En 2013, la rentabilité s'est repliée d'après la plupart des mesures étudiées, tant pour les grandes entreprises que pour les PME. Dans l'ensemble, la rentabilité de ces dernières a toutefois été plus résistante au cours des dernières années: de manière générale, les PME sont moins sensibles aux cycles économiques en raison de leur moindre orientation vers les activités industrielles et le commerce international. Les ratios des grandes entreprises ont par contre été nettement plus impactés par la conjoncture récente, pour s'établir aujourd'hui à des niveaux parmi les plus bas des dix, voire des quinze dernières années. Ce constat est valable pour la quasi totalité des branches d'activité étudiées.

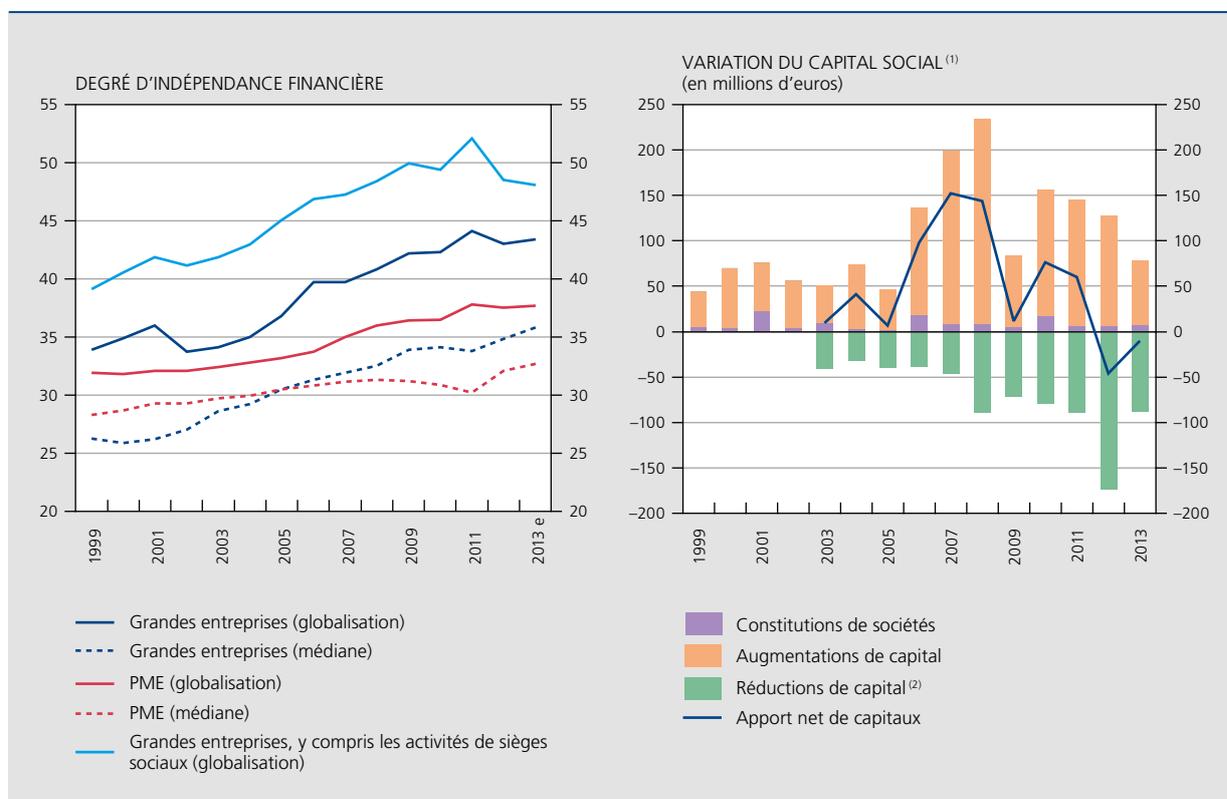
## 3.2 Solvabilité et financement des entreprises

### 3.2.1 Degré d'indépendance financière

La solvabilité traduit la capacité des entreprises à honorer leurs engagements à court et à long termes. Ce critère est fondamental dans le diagnostic financier d'une société et il occupe d'ailleurs une place prépondérante dans le modèle de santé financière développé par la Banque.

La principale mesure de la solvabilité est le degré d'indépendance financière. Il s'agit du rapport entre les capitaux propres et le total du passif. Quand le ratio est élevé, l'entreprise est indépendante des fonds de tiers, ce qui a deux conséquences positives: d'abord, les charges financières sont faibles et pèsent donc peu sur les résultats; ensuite, si nécessaire, de nouvelles dettes peuvent être contractées facilement et dans de bonnes conditions. Le degré d'indépendance financière peut également être interprété comme une mesure du risque financier encouru par une entreprise, la rémunération des tiers étant fixe, contrairement aux résultats de l'entreprise, qui fluctuent dans le temps.

**GRAPHIQUE 7** INDÉPENDANCE FINANCIÈRE ET VARIATION DU CAPITAL SOCIAL DES SOCIÉTÉS ÉTABLIES EN BELGIQUE  
(pourcentages, sauf mention contraire)



Source: BNB.

(1) Ensemble des sociétés belges, y compris les sociétés financières.

(2) Les réductions de capital sont recensées depuis 2003.

En 2013, le ratio globalisé a gagné 0,4 point pour les grandes entreprises et 0,2 point pour les PME, s'établissant à respectivement 43,4 % et 37,7 % (cf. première partie du graphique 7). Au cours des deux dernières années, l'indépendance financière est restée relativement stable en termes globalisés, après avoir connu une longue période haussière. À partir de 2005, cette tendance de long terme avait été renforcée par l'introduction de la déduction fiscale pour capital à risque («intérêts notionnels»), qui s'est concrétisée par des entrées massives de capitaux étrangers en Belgique, en particulier dans la branche dite des «activités de sièges sociaux». Cette branche, qui regroupait auparavant les centres de coordination, contient aujourd'hui quelques centaines de sociétés assurant généralement la fonction de banquier interne ou de gestionnaire de trésorerie au sein de groupes d'entreprises. Si, comme signalé à la section 1.2, les activités de sièges sociaux sont exclues de la population étudiée dans cet article, elles sont intégrées à une statistique additionnelle dans le graphique 7, en raison des importantes variations de capitaux dont elles ont récemment fait l'objet.

L'attractivité des intérêts notionnels a peu à peu diminué au cours des dernières années. Le taux de base utilisé pour la déduction a d'abord été plafonné à 3,8 % (exercices d'imposition 2011 et 2012), puis à 3 % (à partir de l'exercice d'imposition 2013). Comme il ressort du tableau 4, les taux applicables depuis l'introduction de la déduction ont augmenté jusqu'en 2010, en conséquence de la hausse progressive du rendement des OLO. Ils ont

**TABLEAU 4** TAUX D'INTÉRÊT EFFECTIVEMENT APPLICABLE DANS LE CADRE DE LA DÉDUCTION FISCALE POUR CAPITAL À RISQUE (pourcentages)

Exercice d'imposition	Taux de base	Taux majoré pour les PME
2007 .....	3,442	3,942
2008 .....	3,781	4,281
2009 .....	4,307	4,807
2010 .....	4,473	4,973
2011 .....	3,800	4,300
2012 .....	3,425	3,925
2013 .....	3,000	3,500
2014 .....	2,742	3,242
2015 .....	2,630	3,130

Source : BNB.

depuis lors diminué significativement, à la suite du plafonnement puis de la baisse des rendements. Par ailleurs, la possibilité de report à un exercice ultérieur des intérêts dont le montant dépasse la base imposable a été supprimée à partir de l'exercice d'imposition 2013<sup>(1)</sup>.

L'ensemble des restrictions apportées au régime des intérêts notionnels constitue la principale cause de la récente stabilisation de l'indépendance financière globalisée des sociétés. Dans les activités de sièges sociaux, l'indépendance financière s'est même contractée au cours des dernières années sous revue, les sociétés de la branche étant devenues moins enclines à maintenir leurs capitaux en Belgique. Cette évolution se manifeste notamment dans les statistiques d'apport net de capitaux établies au départ du Moniteur belge : l'apport net s'est avéré négatif tant en 2012 qu'en 2013, alors qu'il avait été systématiquement positif au cours des années précédentes, atteignant des records durant la deuxième moitié des années 2000 (cf. graphique 7, deuxième partie).

### 3.2.2 Charges d'intérêts moyennes des dettes financières

Les charges d'intérêts moyennes des dettes financières permettent quant à elles d'évaluer le coût du recours au financement externe. Le ratio divise les charges des dettes par la somme des dettes financières à court et à long termes ; il n'est pas calculé pour les PME, car leur compte de résultats ne permet pas d'isoler parfaitement les charges des dettes<sup>(2)</sup>.

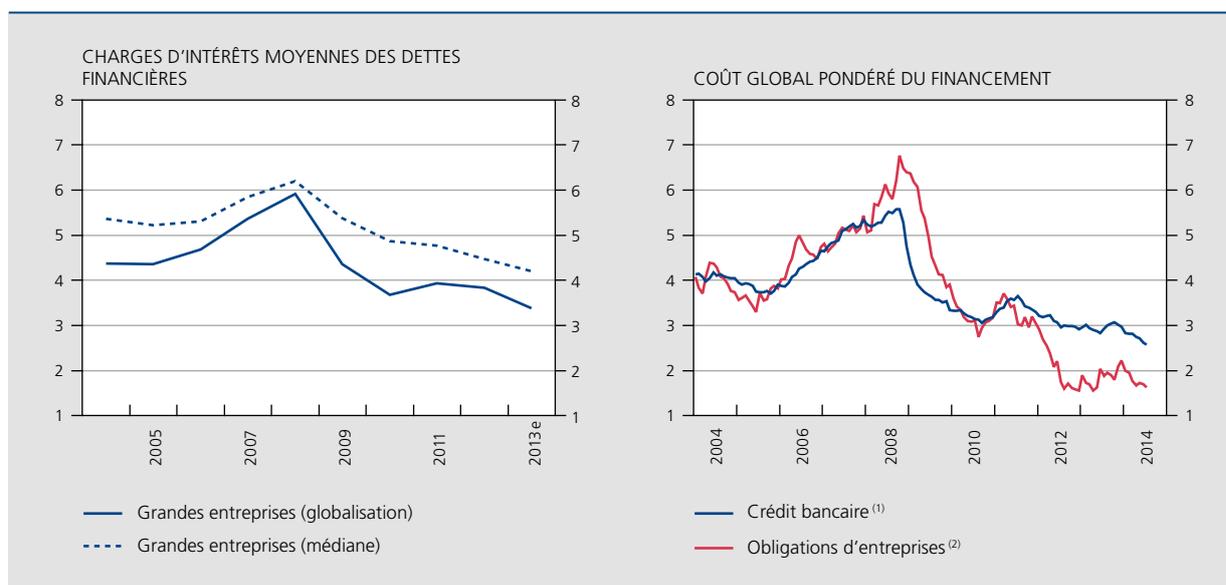
En termes tant globalisés que médians, les charges d'intérêts moyennes ont de nouveau reflué en 2013, pour s'établir à un niveau historiquement bas (3,4 % en termes globalisés, 4,2 % en termes médians). Sur l'ensemble des dix dernières années, le ratio a suivi une tendance similaire à celle des coûts de financement calculés sur la base des enquêtes MIR<sup>(3)</sup> et des données sur le rendement des obligations d'entreprises.

Si les coûts de financement restent donc particulièrement attractifs, il convient de noter que, d'après l'enquête qualitative menée par la Banque auprès des chefs d'entreprise, l'appréciation par ces derniers des conditions générales de crédit est demeurée défavorable en 2013, sauf dans le cas des très grandes entreprises. Les PME ont ainsi

(1) Auparavant, les intérêts non déduits pouvaient être reportés pendant sept ans. En ce qui concerne le stock d'intérêts qui n'avaient pas encore été déduits avant l'exercice 2013, le report restera possible pendant sept ans mais selon des règles plus strictes.  
(2) Dans les schémas abrégés, les charges des dettes sont en effet englobées dans la rubrique « charges financières » (rubrique 65).  
(3) Les enquêtes MIR (Monetary financial institutions interest rates) sont des enquêtes harmonisées au sein de la zone euro. Elles portent sur les taux appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et aux emprunts des sociétés non financières et des ménages.

## GRAPHIQUE 8 COÛTS DE FINANCEMENT

(pourcentages)



Sources: BNB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Taux moyen pondéré appliqué par les banques belges aux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur les encours des différents types de crédits.

(2) Rendement d'un indice d'obligations libellées en euros émises par des sociétés non financières belges, toutes maturités confondues, indice pondéré par les encours.

fait état d'une détérioration de leur appréciation, motivée par le niveau élevé des garanties exigées par les banques et par les limitations imposées aux montants des crédits.

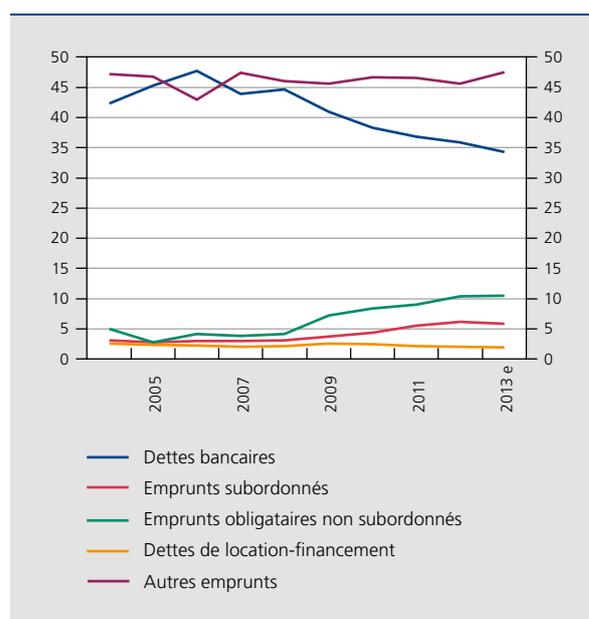
### 3.2.3 Ventilation des dettes financières

Enfin, les entreprises ont continué d'accroître leur recours aux sources de financement non bancaire, dont plus particulièrement les obligations d'entreprise. Entre 2008 et 2013, la part des dettes bancaires dans les dettes financières est en effet revenue de 44,7 % à 34,3 %, tandis que la part des emprunts obligataires est passée de 4,1 % à 10,5 % (graphique 9). Ce glissement de la structure de financement a été suscité, entre autres, par le resserrement des conditions d'octroi du crédit bancaire et par le regain d'attractivité des obligations d'entreprises, qui proposent des rendements plus intéressants que ceux des obligations souveraines.

La part des emprunts intragroupe, qui constituent la majeure partie de la rubrique «autres emprunts», est quant à elle restée particulièrement stable au cours de la dernière décennie, oscillant entre 43 % et 47 %. Enfin, le recours aux emprunts subordonnés, qui eux aussi concernent généralement des crédits interentreprises, s'est quelque peu accru au cours des dernières années, tout en restant relativement marginal.

## GRAPHIQUE 9 ÉVOLUTION DE LA VENTILATION DES DETTES FINANCIÈRES

(pourcentages, grandes entreprises)



Source: BNB.

### 3.3 Tendances récentes en matière de trésorerie

#### 3.3.1 Composition de la trésorerie

La trésorerie se définit comme la somme des placements de trésorerie et des valeurs disponibles.

Les placements de trésorerie regroupent principalement les actions, parts et titres à revenu fixe détenus dans un but de placement, les comptes à terme auprès des établissements de crédit, les actions propres et les placements liés aux activités de cash pooling. Les valeurs disponibles concernent quant à elles les encaisses, les valeurs échues à l'encaissement, les comptes à vue et les comptes d'épargne auprès des établissements de crédit.

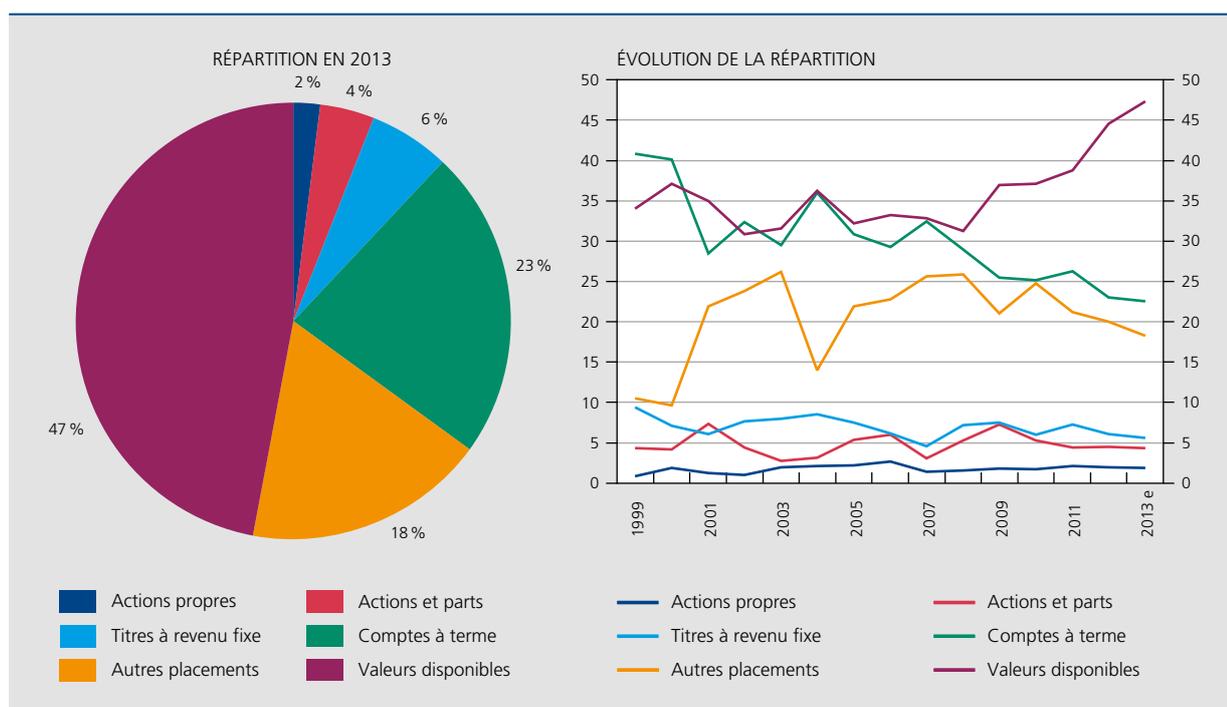
Le graphique 10 décrit la ventilation de la trésorerie telle qu'elle peut être établie au départ des comptes annuels des grandes entreprises (une telle ventilation n'est pas possible pour les PME). En 2013, les valeurs disponibles représentaient 47 % du total, contre 23 % pour les comptes à terme, 6 % pour les titres à revenu fixe, 4 % pour les actions et parts, 2 % pour les actions propres et 18 % pour les autres placements. Ces derniers correspondent notamment à des dépôts auprès d'entreprises liées à des fins de cash pooling.

La part de trésorerie détenue en valeurs disponibles s'est nettement accrue au cours des dernières années, passant de 33 % en 2008 à 47 % en 2012. La principale contrepartie à cette progression provient des comptes à terme, dont la part est revenue de 32 % à 23 % sur la même période. Cette évolution trouve son origine dans la perte d'attractivité des comptes à terme. D'une part, le différentiel de taux avec les comptes d'épargne et à vue s'est considérablement réduit depuis l'éclatement de la crise financière (cf. graphique 11), les taux appliqués aux dépôts à terme étant davantage liés au marché et aux anticipations des agents économiques. D'autre part, le précompte mobilier relatif aux comptes à terme est passé de 15 % à 25 % à la suite de deux hausses successives survenues en 2012 et en 2013, alors que les comptes d'épargne restent exonérés de précompte à concurrence d'une première tranche d'intérêts (1 880 euros en 2013).

#### 3.3.2 Trésorerie nette, fonds de roulement net et besoin en fonds de roulement net

Afin de neutraliser les effets de compensation entre l'actif et le passif du bilan, la trésorerie doit être analysée en termes nets, c'est-à-dire après déduction des dettes financières à court terme. La trésorerie nette se définit dès lors comme suit :

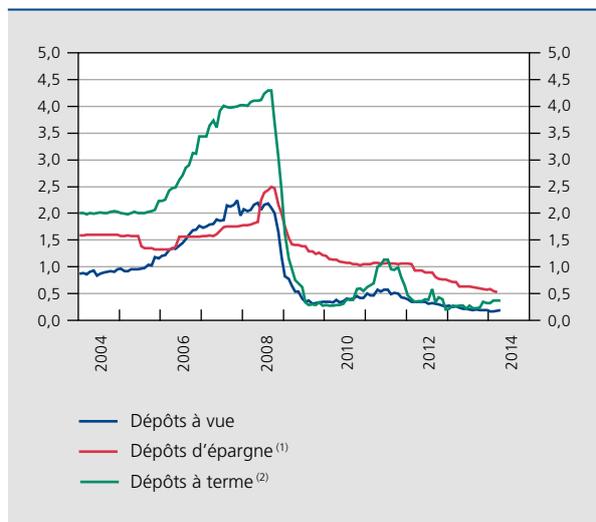
**GRAPHIQUE 10 RÉPARTITION DE LA TRÉSORERIE**  
(pourcentages, grandes entreprises)



Source : BNB.

**GRAPHIQUE 11 TAUX D'INTÉRÊT BRUTS APPLIQUÉS AUX DÉPÔTS DES SOCIÉTÉS**

(pourcentages)



Source : BNB, enquêtes MIR.

(1) Hors prime de fidélité.

(2) Dépôts à terme d'une durée inférieure à un an.

$$\begin{aligned} \text{Trésorerie nette} = & \text{Placements de trésorerie} \\ & + \text{Valeurs disponibles} \\ & - \text{Dettes financières à court terme} \end{aligned}$$

La trésorerie nette se définit également par référence aux concepts de fonds de roulement net et de besoin en fonds de roulement net.

Le fonds de roulement net est égal à la différence entre les actifs circulants restreints (soit les actifs qui se renouvellent constamment avec l'activité, c'est-à-dire les stocks, les créances à court terme, les placements de trésorerie, les valeurs disponibles et les comptes de régularisation) et les capitaux de tiers à court terme.

$$\begin{aligned} \text{Fonds de roulement net} = & \\ & \text{Stocks et commandes en cours} \\ & + \text{Créances à court terme} \\ & + \text{Placements de trésorerie} \\ & + \text{Valeurs disponibles} \\ & + \text{Comptes de régularisation de l'actif} \\ & - \text{Capitaux de tiers à court terme} \\ & - \text{Comptes de régularisation du passif} \end{aligned}$$

Un fonds de roulement net positif constitue une marge de sécurité dont dispose l'entreprise pour (a) couvrir le risque de transformation d'une partie des actifs circulants en liquidités<sup>(1)</sup>, alors que les capitaux de tiers à court terme sont exigibles de façon certaine et (b) financer le volant

permanent d'actifs circulants indispensables à l'exploitation (stock outil, créances commerciales, etc).

Il convient cependant de souligner qu'un fonds de roulement élevé peut par exemple provenir d'une situation de surstockage potentiellement dangereuse pour l'entreprise (augmentation des coûts de stockage, difficultés d'écoulement, etc). De plus, le fonds de roulement net reflète un équilibre global des échéances bilantaires, dans le cas où les délais de réalisation des actifs circulants et les délais d'exigibilité des capitaux de tiers à court terme sont identiques, ce qui est rarement le cas. Enfin, l'importance du fonds de roulement nécessaire à l'entreprise dépend directement des besoins engendrés par le cycle d'exploitation.

Le besoin en fonds de roulement net apporte la réponse à cette dernière question. Il se définit comme la différence entre les besoins et les ressources liés à l'exploitation, et représente donc la partie des besoins d'exploitation qui n'est pas couverte par les ressources d'exploitation.

$$\begin{aligned} \text{Besoin en fonds de roulement net} = & \\ & \text{Stocks et commandes en cours d'exécution} \\ & + \text{Créances à court terme} \\ & + \text{Comptes de régularisation de l'actif} \\ & - \text{Dettes à court terme hors dettes financières} \\ & - \text{Comptes de régularisation du passif} \end{aligned}$$

Le besoin en fonds de roulement net naît du décalage temporel qui existe entre les encaissements et les décaissements liés au cycle d'exploitation : une entreprise doit par exemple d'abord payer ses fournisseurs et son personnel, et ce n'est que plus tard que ses clients la payent à leur tour et que les stocks qu'elle a constitués finissent par s'écouler. Ce décalage varie largement d'une branche d'activité à l'autre et d'une entreprise à l'autre, en fonction des délais de paiement (clients, fournisseurs, administration sociale et fiscale, etc) et de stockage. En règle générale, plus le cycle d'exploitation est long, plus le besoin en fonds de roulement net est élevé.

Par déduction, la trésorerie nette correspond à la différence entre les deux concepts ainsi définis :

$$\begin{aligned} \text{Trésorerie nette} = & \text{Fonds de roulement net} \\ & - \text{Besoin en fonds de roulement net} \end{aligned}$$

Si le fonds de roulement net est supérieur au besoin en fonds de roulement net, alors les besoins liés à l'exploitation sont entièrement couverts et la trésorerie nette est

(1) Des stocks peuvent par exemple rester invendus, et des clients devenir insolvable ou payer tardivement.

positive. À l'inverse, si le fonds de roulement n'est pas suffisant pour compenser le déficit lié au cycle d'exploitation, alors la trésorerie nette est négative et l'entreprise doit recourir à des dettes financières à court terme (sous la forme de crédit de caisse, de découvert, de straight loan, ...).

Les possibilités dont dispose une entreprise pour optimiser sa situation de trésorerie sont multiples. Le fonds de roulement net peut ainsi être amélioré par une augmentation de capital, par la mise en réserve de bénéfices, par la conversion de dettes à court terme en dettes à long terme, ou encore par la vente d'actifs. Le besoin en fonds de roulement peut quant à lui être réduit par le raccourcissement du délai d'encaissement des créances commerciales, et/ou l'allongement du délai de paiement

des fournisseurs, tout en veillant à ne pas menacer les relations commerciales. Des techniques telles que l'affacturage (« factoring ») et l'escompte peuvent être utilisées dans ce cadre. L'entreprise peut également optimiser la gestion de ses stocks, c'est-à-dire en diminuer le niveau sans pour autant créer de ruptures.

Le tableau 5 présente les statistiques globalisées et médianes pour les concepts qui viennent d'être évoqués, par branche d'activité.

On constate d'abord que le fonds de roulement net est positif dans la grande majorité des branches. Au niveau de l'ensemble des sociétés non financières, le fonds de roulement net représente 6,7 % du total bilantaire en termes globalisés, et 11,1 % en termes médians. Il est à souligner

**TABEAU 5** FONDS DE ROULEMENT NET, BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT NET ET TRÉSORERIE NETTE, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ  
(en pourcentages du total bilantaire, 2013)

	Fonds de roulement net		Besoin en fonds de roulement net		Trésorerie nette	
	Globalisation	Médiane	Globalisation	Médiane	Globalisation	Médiane
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>7,3</b>	<b>15,8</b>	<b>9,8</b>	<b>4,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>6,6</b>
dont:						
Industries agricoles et alimentaires .....	0,7	2,3	4,6	-6,1	-3,8	5,7
Textiles, vêtements et chaussures .....	18,9	21,3	12,6	8,9	6,3	6,1
Bois, papier et imprimerie .....	10,5	14,9	9,9	2,4	0,6	7,3
Industrie chimique .....	1,2	19,3	12,4	11,8	-11,3	2,9
Industrie pharmaceutique .....	18,8	14,9	11,1	5,0	7,8	4,3
Métallurgie et travail des métaux .....	8,8	19,1	8,2	5,7	0,6	7,3
Fabrications métalliques .....	17,6	23,5	12,1	9,5	5,4	7,5
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>5,7</b>	<b>10,8</b>	<b>0,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>8,6</b>
dont:						
Commerce de véhicules automobiles .....	11,6	15,3	8,3	6,0	3,3	5,8
Commerce de gros <sup>(1)</sup> .....	16,3	18,7	14,4	6,0	1,9	6,2
Commerce de détail <sup>(1)</sup> .....	6,2	12,8	-3,5	-0,7	9,7	8,8
Transport et entreposage .....	4,7	8,8	1,0	-3,5	3,7	7,1
Hébergement et restauration .....	-3,4	-12,4	-6,9	-24,7	3,5	8,1
Information et communication .....	-5,7	22,2	-5,1	-3,4	-0,6	19,1
Activités immobilières .....	1,3	-2,4	-5,2	-8,0	6,5	2,4
Services aux entreprises .....	8,5	13,4	-2,5	-6,1	10,9	13,3
Énergie, eau et déchets .....	-0,4	5,7	-3,3	-2,7	3,0	6,2
Construction .....	15,0	19,3	11,0	4,2	4,0	8,8
<b>Total</b> .....	<b>6,7</b>	<b>11,1</b>	<b>3,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>8,5</b>

Source : BNB.

(1) Hors commerce de véhicules automobiles.

que, dans plusieurs branches d'activité, les résultats sont influencés par des mécanismes de financement intra-groupe. Ainsi, le fonds de roulement relativement important de l'industrie pharmaceutique s'explique notamment par des créances auprès d'entreprises liées à des fins de cash-pooling. Ces créances gonflent le poste « placements de trésorerie », et par conséquent le fonds de roulement net. Inversement, certaines situations de fonds de roulement faible ou négatif proviennent de dettes financières à court terme contractées auprès d'entreprises liées, le plus souvent également dans un cadre de cash pooling. Ces dettes sont dans de nombreux cas renouvelées sur une base régulière, ce qui explique leur comptabilisation en dettes à court terme bien qu'elles contribuent en réalité au financement permanent des sociétés réceptrices.

Il faut par ailleurs préciser que le fonds de roulement net peut fluctuer sensiblement d'une année à l'autre, en fonction de conditions temporaires de trésorerie. C'est par exemple le cas de la branche des télécommunications: alors que cette branche présente habituellement un fonds de roulement globalisé positif, celui-ci est négatif en 2013, en raison de dettes bancaires échéant dans l'année mais dont la reconduction ne fait guère de doute.

Comme souligné ci-dessus, l'interprétation qui peut être faite du fonds de roulement dépend largement du besoin en fonds de roulement correspondant. À cet égard, on

constate qu'il existe une relation positive très marquée entre les deux grandeurs: plus le besoin en fonds de roulement net d'une branche d'activité est élevé, plus le fonds de roulement net de la branche est élevé (cf. graphique 12). Ceci est conforme à la logique, à savoir que les entreprises se constituent une marge de sécurité en fonction de leurs besoins. La corrélation entre les deux grandeurs atteint 0,87 en termes médians et 0,76 en termes globalisés.

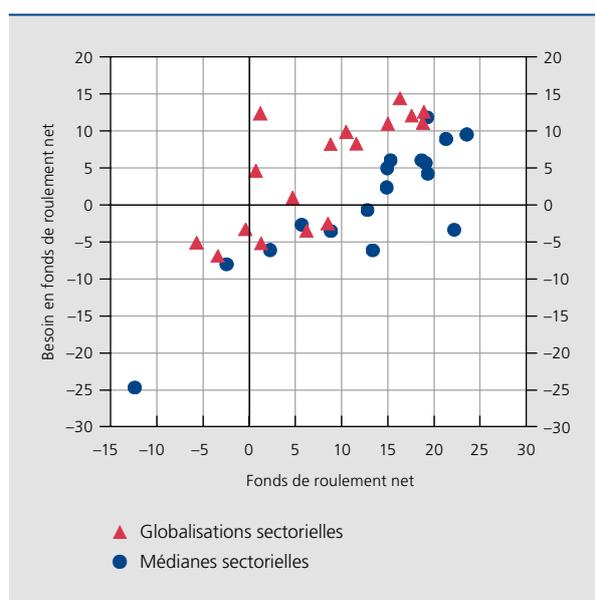
Dans l'ensemble, les statistiques du besoin en fonds de roulement correspondent à l'intuition. Dans l'industrie et la construction, le besoin en fonds de roulement est positif et relativement important, en raison de la longueur du cycle d'exploitation et des décalages d'encaissement qui en résultent. Le besoin en fonds de roulement est également conséquent dans le commerce de véhicules automobiles et dans le commerce de gros, sous l'effet de stocks importants parfois constitués de marchandises onéreuses (produits technologiques, véhicules automobiles, diamants, etc). La plupart des branches de services affichent au contraire un besoin en fonds de roulement net négatif: dans l'ensemble, ces branches se caractérisent par un cycle d'exploitation court, des encaissements rapides et des stocks négligeables.

Le besoin en fonds de roulement du commerce de détail est relativement peu négatif, ce qui peut surprendre eu égard au fait que la grande distribution est généralement citée comme l'exemple typique d'un besoin en fonds de roulement très négatif. Cette situation tient à l'hétérogénéité des produits vendus et des modes de vente dans le commerce de détail. Si l'on isole le « commerce de détail en magasin non spécialisé à prédominance alimentaire dans une surface supérieure à 400 m<sup>2</sup> »<sup>(1)</sup>, qui correspond à ce qui est communément désigné comme la grande distribution, le besoin en fonds de roulement net atteint -11,6 % en termes globalisés, et -19,1 % en termes médians.

La dernière partie du tableau 5 présente la trésorerie nette, c'est-à-dire le résultat de la confrontation entre le fonds de roulement net et le besoin en fonds de roulement net. Il apparaît que la trésorerie nette est positive dans la grande majorité des cas, ce qui signifie que, dans l'ensemble, la marge de sécurité constituée par les entreprises leur permet de couvrir leurs besoins d'exploitation.

En termes globalisés, la chimie et l'alimentation comptent parmi les rares branches dont la trésorerie nette est

**GRAPHIQUE 12** RELATION ENTRE LE FONDS DE ROULEMENT NET ET LE BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT NET, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ  
(pourcentages du total bilantaire, 2013)



Source : BNB.

(1) Soit les codes NACE-BEL 47.114 (« Commerce de détail en magasin non spécialisé à prédominance alimentaire dans une surface de vente comprise entre 400m<sup>2</sup> et moins de 2500m<sup>2</sup> ») et 47.115 (« Commerce de détail en magasin non spécialisé à prédominance alimentaire dans une surface de vente supérieure ou égale à 2500m<sup>2</sup> »).

négative, ce qui s'explique très largement par des dettes à court terme contractées par quelques grandes entreprises dans un cadre de cash pooling intragroupe. Comme évoqué ci-dessus, ces dettes compressent artificiellement le fonds de roulement net des entreprises concernées, alors qu'elles constituent dans les faits une source de financement récurrent. En termes médians, la trésorerie nette est positive dans toutes les branches étudiées. Cette image favorable renvoyée par la médiane ne doit cependant pas masquer le fait qu'un nombre non négligeable d'entreprises se trouvent dans une situation moins enviable : chaque année, un peu moins de 20 % des sociétés étudiées présentent une trésorerie négative.

### 3.3.3 Évolution de la trésorerie nette

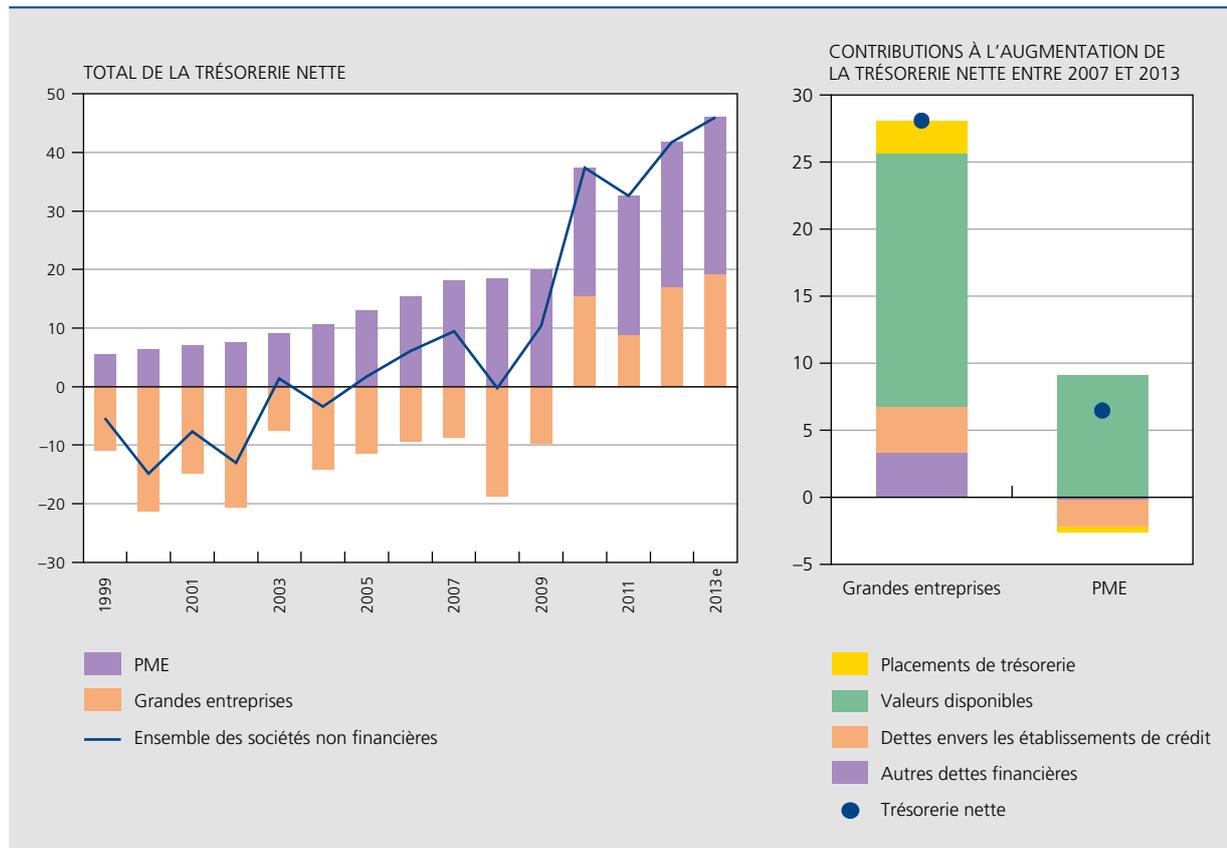
La trésorerie nette des sociétés a fortement progressé depuis l'éclatement de la crise financière, passant de 9,5 milliards d'euros en 2007 à 46,2 milliards d'euros en 2013 (cf. graphique 13). La hausse a concerné tant les grandes entreprises que les PME, de même que la grande majorité des branches d'activités étudiées (cf. annexes 5 et 6). Dans

l'ensemble, cette évolution traduit une prudence accrue de la part des entreprises, qui souhaitent disposer de réserves de liquidité plus conséquentes afin de faire face au contexte économique incertain et aux limitations du financement externe. La hausse de la trésorerie est également le corollaire de la réduction drastique des projets d'investissements, qui se reflète entre autres dans la contraction du taux de renouvellement des immobilisations corporelles (cf. paragraphe 2.2).

L'analyse statistique des évolutions de la trésorerie nette est particulièrement complexe, car elle met en jeu une conjonction de facteurs enchevêtrés, parmi lesquels les résultats des entreprises, les délais de réalisation des actifs et passifs à court terme, les flux d'investissement, ou encore la politique de rémunération du capital. Une telle analyse dépasse le cadre du présent article et devrait au minimum être réalisée par branche d'activité. Un certain nombre de constats généraux peuvent cependant être tirés.

Dans les grandes entreprises, la trésorerie nette a progressé de 28 milliards d'euros entre 2007 et 2013. Il est à

**GRAPHIQUE 13** ÉVOLUTION DE LA TRÉSORERIE  
(milliards d'euros)



Source : BNB.

noter que, considérée globalement, la trésorerie nette des grandes entreprises s'est avérée négative jusqu'en 2009. Pour l'essentiel, cette situation s'expliquait par l'importance des autres dettes financières à court terme qui, comme indiqué plus haut, consistent surtout en des financements intragroupe renouvelés sur une base régulière. Ce mode de financement concerne un petit nombre de (très) grandes sociétés, de sorte que la majorité des grandes entreprises présentent une trésorerie positive. Les principales contributions à l'augmentation de la trésorerie nette des grandes entreprises proviennent par ailleurs des composantes indépendantes des financements intragroupe: les valeurs disponibles ont été largement prépondérantes (+19 milliards d'euros), devant les dettes envers les établissements de crédit, les autres dettes financières et les placements de trésorerie.

Dans le groupe des PME, la trésorerie nette a augmenté de 9 milliards d'euros depuis 2007, pour atteindre 19 milliards en 2013. Les valeurs disponibles sont la seule composante à avoir progressé (+11 milliards d'euros), alors que les dettes envers les établissements de crédit ont apporté une contribution négative à hauteur de 3 milliards d'euros, et que les autres composantes n'ont quasiment pas eu d'impact. On remarque en outre que les PME présentent très peu d'autres dettes financières à court terme, ce qui est logique dans la mesure où la vaste majorité des PME n'appartiennent pas à un groupe.

Enfin, comme il ressort du graphique 14, la trésorerie nette en pourcentage du total bilantaire a progressé tendanciellement sur le long terme, surtout en termes globalisés: en l'espace de quinze ans, le rapport globalisé est passé de 5,6 % à 11,4 % pour les PME, et de -3,0 % à 1,3 % pour les grandes entreprises. Les évolutions médianes ont été moins prononcées, spécialement dans le cas des grandes entreprises: la médiane de ces dernières est restée très stable sur la période, indiquant que la majorité des grandes entreprises n'ont pas été partie prenante à la hausse. On peut finalement noter que le ratio de trésorerie est structurellement inférieur pour les grandes entreprises: outre le financement des grandes entreprises via des dettes financières intragroupe, déjà évoqué, cette situation s'explique en grande partie par une assise plus solide nécessitant moins de précautions en termes de liquidité.

## Conclusion

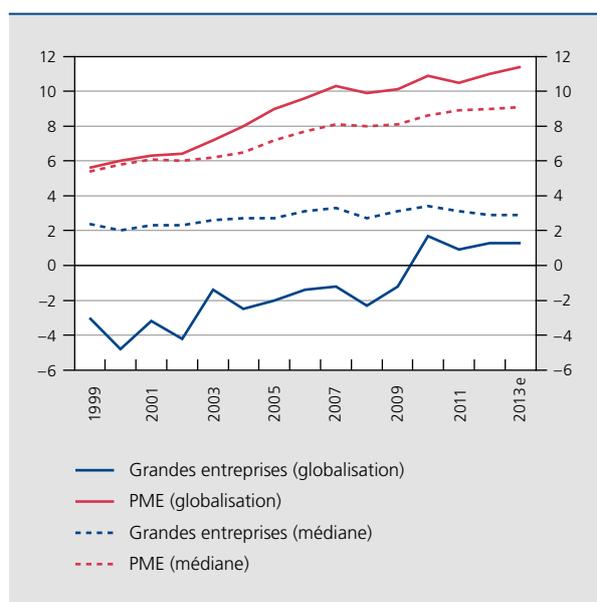
Sur l'ensemble de l'année 2013, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières a progressé de 2,0 % à prix courants. Il s'agit d'un léger raffermissement par rapport à 2012, année durant laquelle elle avait augmenté de 1,4 %. Cette évolution est survenue en dépit de l'effritement des ventes (-1,0 %): le total des achats a en effet reculé plus sensiblement (-1,7 %) à la suite, entre autres, de la baisse des prix des matières premières industrielles, énergétiques et alimentaires.

Dans le même temps, la croissance des frais de personnel a été moins vigoureuse en conséquence du reflux de l'inflation. Les amortissements ont pour leur part à nouveau ralenti, en écho à une politique d'investissement devenue nettement plus conservatrice depuis l'éclatement de la crise financière. À cet égard, le ratio de renouvellement des immobilisations corporelles s'est très vivement contracté aux cours des dernières années, pour s'établir aujourd'hui à des niveaux nettement inférieurs à la moyenne de long terme.

Largement déterminé par les frais de personnel et les amortissements, le total des charges d'exploitation a augmenté de 2,1 % en 2013, soit une progression maîtrisée très proche de celle de la valeur ajoutée. À la suite de ces mouvements, le résultat net d'exploitation s'est très modestement amélioré (+1,8 %) pour atteindre un total de 31 milliards d'euros en 2013, mettant ainsi un terme à l'érosion enregistrée tant en 2011 (-1,7 %) qu'en 2012 (-5,9 %).

D'après la plupart des mesures étudiées, la rentabilité a quant à elle accusé un nouveau repli en 2013. Les ratios

**GRAPHIQUE 14** TRÉSorerie NETTE EN POURCENTAGE DU TOTAL BILANTAIRE (pourcentages)



Source: BNB.

des grandes entreprises ont été particulièrement impactés par les fluctuations conjoncturelles récentes, de sorte qu'ils s'établissent aujourd'hui à des niveaux parmi les plus bas des dix, voire des quinze dernières années. Ce constat est valable pour la quasi totalité des branches d'activité considérées. Dans l'ensemble, la rentabilité des PME a été plus résistante, en raison de la moindre orientation de ces dernières vers les activités industrielles et le commerce international.

L'indépendance financière des sociétés est relativement stable depuis deux ans, sous l'effet de la moindre attractivité du régime des intérêts notionnels (plafonnement et baisse du taux, suppression de la reportabilité). Les évolutions diffèrent cependant d'une branche d'activité à l'autre. Ainsi, dans les activités de sièges sociaux, qui regroupent des sociétés assurant généralement la fonction de banquier interne ou de gestionnaire de trésorerie au sein de groupes d'entreprises, l'indépendance financière s'est contractée au cours des dernières années sous revue, les sociétés de cette branche étant devenues moins enclines à maintenir leurs capitaux en Belgique. Cette évolution se reflète notamment dans les statistiques d'apport net de capitaux établies au départ du Moniteur belge: l'apport net s'est avéré négatif tant en 2012 qu'en 2013, alors qu'il avait été systématiquement positif au cours des années précédentes, atteignant même des records après l'entrée en vigueur des intérêts notionnels.

L'analyse de la structure financière fait également apparaître une réallocation des sources de financement externe. Entre 2008 et 2013, la part des dettes bancaires dans les dettes financières est en effet revenue de 44,7 % à 34,3 %, tandis que la part des emprunts obligataires est passée de 4,1 % à 10,5 %. Ce glissement dans la structure de financement a été suscité, entre autres, par le resserrement des conditions d'octroi du crédit bancaire et par le regain d'attractivité des obligations d'entreprises, celles-ci proposant des rendements

plus intéressants que ceux associés aux obligations souveraines.

La dernière partie de l'article examine les tendances récentes ayant affecté la trésorerie des entreprises. Il en ressort d'abord que la trésorerie nette a fortement progressé depuis l'éclatement de la crise financière: elle est passée de 9,5 milliards d'euros en 2007 à 46,2 milliards d'euros en 2013. Cette évolution traduit une prudence accrue de la part des entreprises, qui souhaitent disposer de réserves de liquidités plus conséquentes afin de faire face au contexte économique incertain et aux limitations du financement externe. La hausse de la trésorerie est également le corollaire de la réduction drastique des projets d'investissements dans les entreprises. L'analyse montre également que la part de trésorerie détenue en valeurs disponibles s'est nettement accrue depuis 2008, au détriment principalement des comptes à terme, qui ont perdu en attractivité depuis quelques années.

Enfin, l'article propose une analyse sectorielle des concepts de fonds de roulement net et de besoin en fonds de roulement net. D'un point de vue statistique, une relation positive très marquée existe entre les deux grandeurs: plus le besoin en fonds de roulement net d'une branche d'activité est élevé, plus le fonds de roulement net est élevé. Cette relation est conforme à la logique, à savoir que les entreprises se constituent une marge de sécurité en fonction de leurs besoins. Il apparaît en outre que le besoin en fonds de roulement est positif et relativement important dans l'industrie et dans la construction, en raison de la longueur du cycle d'exploitation et des décalages d'encaissement qui en résultent. À l'opposé, la plupart des branches de services présentent un besoin en fonds de roulement négatif car, dans l'ensemble, ces branches se caractérisent par un cycle d'exploitation court, des encaissements rapides et des stocks négligeables. La spécificité de la grande distribution apparaît très clairement également, au travers d'un besoin en fonds de roulement parmi les plus négatifs de l'économie belge.

## Annexe 1

### REGROUPEMENTS SECTORIELS

	Divisions NACE-BEL 2008
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>10-33</b>
dont:	
Industries agricoles et alimentaires .....	10-12
Textiles, vêtements et chaussures .....	13-15
Bois, papier et imprimerie .....	16-18
Industrie chimique .....	20
Industrie pharmaceutique .....	21
Métallurgie et travail des métaux .....	24-25
Fabrications métalliques .....	26-30
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>01-09, 35-82, 85.5 et 9<sup>(1)</sup></b>
dont:	
Commerce de véhicules automobiles .....	45
Commerce de gros <sup>(2)</sup> .....	46
Commerce de détail <sup>(2)</sup> .....	47
Transport et entreposage .....	49-53
Hébergement et restauration .....	55-56
Information et communication .....	58-63
Activités immobilières .....	68
Services aux entreprises <sup>(3)</sup> .....	69-82
Énergie, eau et déchets .....	35-39
Construction .....	41-43

(1) Excepté 64, 65, 70100, 75, 94, 98 et 99.

(2) À l'exclusion des véhicules automobiles et des motos.

(3) À l'exclusion des activités de sièges sociaux (70100).

## Annexe 2

### DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé
<b>1. Taux de renouvellement des immobilisations corporelles</b>		
Numérateur (N) .....	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Dénominateur (D) .....	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
8169 + 8229 – 8299 > 0 <sup>(1)</sup>		
<b>2. Marge nette sur ventes</b>		
Numérateur (N) .....	9901 + 9125	9901 + 9125
Dénominateur (D) .....	70 + 74 – 740	70
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio:		
Schémas abrégés: 70 > 0		
<b>3. Rentabilité nette des actifs d'exploitation</b>		
Numérateur (N) .....	9901	9901
Dénominateur (D) .....	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1 > 0 <sup>(1)</sup>		
<b>4. Rentabilité nette des capitaux propres, hors résultat exceptionnel</b>		
Numérateur (N) .....	9904 – 76 + 66	9904 – 76 + 66
Dénominateur (D) .....	10/15	10/15
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
10/15 > 0 <sup>(1)</sup>		
<b>5. Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges de dettes, hors résultat exceptionnel</b>		
Numérateur (N) .....	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Dénominateur (D) .....	20/58	20/58
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
<b>6. Degré d'indépendance financière</b>		
Numérateur (N) .....	10/15	10/15
Dénominateur (D) .....	10/49	10/49
Ratio = N/D × 100		

(1) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.

---

DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS (suite)

---

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé
<b>7. Charges d'intérêts moyennes des dettes financières</b>		
Numérateur (N) .....	650	
Dénominateur (D) .....	170/4 + 42 + 43	
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio :		
Exercice comptable de 12 mois		
<b>8. Trésorerie nette en pourcentage du total bilantaire</b>		
Numérateur (N) .....	50/53 + 54/58 – 43	50/53 + 54/58 – 43
Dénominateur (D) .....	10/49	10/49
Ratio = N/D × 100		

---

(1) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.

---

## Annexe 3

### ÉVOLUTION DU NOMBRE DE SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(situation au 10 septembre 2014)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	p.m. 2013
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>21 448</b>	<b>21 516</b>	<b>21 756</b>	<b>22 001</b>	<b>21 848</b>	<b>22 000</b>	<b>21 641</b>	<b>22 303</b>	<b>22 149</b>	<b>17 327</b>
dont:										
Industries agricoles et alimentaires .....	3 615	3 712	3 776	3 823	3 786	3 816	3 767	3 898	3 875	2 956
Textiles, vêtements et chaussures .....	1 849	1 777	1 745	1 734	1 657	1 625	1 544	1 549	1 517	1 180
Bois, papier et imprimerie .....	3 879	3 851	3 886	3 869	3 812	3 771	3 671	3 722	3 690	2 898
Industrie chimique .....	636	626	627	640	646	635	629	651	635	522
Industrie pharmaceutique .....	124	119	129	130	134	133	132	140	142	121
Métallurgie et travail des métaux .....	4 125	4 257	4 378	4 476	4 513	4 580	4 536	4 692	4 647	3 622
Fabrications métalliques .....	2 479	2 448	2 442	2 493	2 466	2 493	2 453	2 534	2 500	1 999
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>243 910</b>	<b>252 055</b>	<b>261 452</b>	<b>270 998</b>	<b>279 178</b>	<b>291 457</b>	<b>296 352</b>	<b>314 174</b>	<b>319 164</b>	<b>247 077</b>
dont:										
Commerce de véhicules automobiles .....	10 450	10 499	10 706	10 873	10 632	10 833	10 703	11 175	11 174	8 129
Commerce de gros <sup>(1)</sup> .....	33 082	32 819	32 990	33 339	32 938	33 094	32 759	33 453	33 061	26 092
Commerce de détail <sup>(1)</sup> .....	32 764	33 891	34 775	35 638	35 476	36 443	36 321	38 234	38 181	27 614
Transport et entreposage .....	9 916	10 219	10 517	10 873	10 937	11 185	11 009	11 387	11 315	8 515
Hébergement et restauration .....	16 259	17 390	18 173	18 854	18 702	19 436	19 449	20 920	20 884	13 617
Information et communication .....	11 623	12 269	12 841	13 537	14 290	15 135	15 699	16 903	17 553	14 606
Activités immobilières .....	27 125	27 152	27 903	27 835	29 535	30 958	31 748	33 204	33 539	27 225
Services aux entreprises .....	51 773	54 392	57 409	60 388	63 992	67 991	70 802	76 135	79 051	65 321
Énergie, eau et déchets .....	959	974	1 008	1 063	1 133	1 202	1 293	1 416	1 491	1 275
Construction .....	30 605	32 524	34 525	37 027	38 545	40 999	41 840	45 130	46 397	34 878
<b>Total</b> .....	<b>265 358</b>	<b>273 571</b>	<b>283 208</b>	<b>292 999</b>	<b>301 026</b>	<b>313 457</b>	<b>317 993</b>	<b>336 477</b>	<b>341 313</b>	<b>264 404</b>

Source : BNB.

(1) Hors commerce de véhicules automobiles.

## Annexe 4

### TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(pourcentages)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 e
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>28,1</b>	<b>27,0</b>	<b>22,2</b>	<b>20,2</b>	<b>22,3</b>	<b>24,0</b>	<b>21,2</b>
dont:							
Industries agricoles et alimentaires .....	26,7	26,2	28,4	21,7	21,8	21,5	21,9
Textiles, vêtements et chaussures .....	25,5	24,9	17,8	18,5	22,8	21,6	23,2
Bois, papier et imprimerie .....	26,8	25,1	19,4	18,5	16,9	18,6	17,9
Industrie chimique .....	29,0	22,6	14,9	18,8	23,4	31,4	22,5
Industrie pharmaceutique .....	33,5	30,6	37,9	22,9	25,8	25,2	22,7
Métallurgie et travail des métaux .....	26,8	27,1	19,9	18,6	21,3	20,2	17,1
Fabrications métalliques .....	30,3	33,1	22,8	21,2	21,7	20,7	17,5
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>22,0</b>	<b>25,4</b>	<b>18,7</b>	<b>16,5</b>	<b>18,4</b>	<b>16,1</b>	<b>15,5</b>
dont:							
Commerce de véhicules automobiles .....	27,8	24,5	20,6	23,9	23,2	21,3	18,9
Commerce de gros <sup>(1)</sup> .....	30,2	28,4	21,9	21,9	23,9	22,5	21,7
Commerce de détail <sup>(1)</sup> .....	26,5	26,1	22,3	22,1	23,4	23,9	20,9
Transport et entreposage .....	25,0	48,5	19,0	14,9	16,6	12,6	17,5
Hébergement et restauration .....	20,1	19,6	15,4	15,9	16,0	15,6	12,1
Information et communication .....	25,0	31,1	21,1	18,7	24,0	24,9	28,0
Activités immobilières .....	11,4	11,3	10,6	9,8	13,1	9,9	9,9
Services aux entreprises .....	38,7	37,6	27,3	26,8	31,4	28,6	24,1
Énergie, eau et déchets .....	12,4	13,1	17,4	13,0	11,8	10,8	7,6
Construction .....	32,9	34,0	27,0	22,9	25,7	20,9	17,7
<b>Total</b> .....	<b>23,0</b>	<b>25,6</b>	<b>19,3</b>	<b>17,0</b>	<b>19,0</b>	<b>17,2</b>	<b>16,3</b>

Source: BNB.

(1) Hors commerce de véhicules automobiles.

## ÉVOLUTION DES COMPOSANTES DE LA TRÉSORERIE NETTE

(millions d'euros)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 e
<b>Grandes entreprises</b>										
Placements de trésorerie .....	25 496	33 871	36 414	40 932	46 707	43 629	51 420	47 455	43 973	43 360
Actions propres .....	846	1 097	1 445	869	1 051	1 234	1 382	1 662	1 567	1 563
Actions et parts .....	1 267	2 676	3 262	1 869	3 582	5 049	4 343	3 417	3 543	3 540
Titres à revenu fixe .....	3 408	3 753	3 343	2 785	4 856	5 187	4 922	5 606	4 793	4 639
Comptes à terme .....	14 399	15 397	15 945	19 780	19 664	17 628	20 556	20 327	18 217	18 567
Autres placements de trésorerie .....	5 576	10 948	12 418	15 628	17 554	14 531	20 216	16 444	15 854	15 052
<b>Valeurs disponibles .....</b>	<b>14 468</b>	<b>16 092</b>	<b>18 124</b>	<b>20 039</b>	<b>21 212</b>	<b>25 565</b>	<b>30 338</b>	<b>30 039</b>	<b>35 285</b>	<b>39 012</b>
<b>Dettes financières à un an au plus .....</b>	<b>54 040</b>	<b>61 433</b>	<b>63 826</b>	<b>69 664</b>	<b>86 642</b>	<b>78 878</b>	<b>66 277</b>	<b>68 613</b>	<b>62 216</b>	<b>62 990</b>
Établissements de crédit .....	21 536	26 916	29 568	29 787	40 608	32 765	25 244	25 609	27 342	26 431
Autres dettes financières .....	32 505	34 518	34 259	39 877	46 034	46 113	41 032	43 004	34 874	36 559
<b>Trésorerie nette .....</b>	<b>-14 076</b>	<b>-11 470</b>	<b>-9 289</b>	<b>-8 693</b>	<b>-18 722</b>	<b>-9 684</b>	<b>15 482</b>	<b>8 881</b>	<b>17 042</b>	<b>19 383</b>
<b>PME</b>										
Placements de trésorerie .....	5 817	6 636	8 052	10 481	11 314	9 628	9 420	10 573	10 043	10 377
Valeurs disponibles .....	12 627	14 799	16 574	17 700	17 894	21 619	23 759	25 087	26 788	28 598
<b>Dettes financières à un an au plus .....</b>	<b>7 745</b>	<b>8 308</b>	<b>9 234</b>	<b>9 973</b>	<b>10 717</b>	<b>11 226</b>	<b>11 252</b>	<b>11 902</b>	<b>12 180</b>	<b>12 173</b>
Établissements de crédit .....	6 762	7 291	8 090	8 796	9 581	9 938	10 057	10 626	10 814	10 793
Autres dettes financières .....	983	1 017	1 144	1 177	1 136	1 287	1 195	1 276	1 366	1 380
<b>Trésorerie nette .....</b>	<b>10 699</b>	<b>13 126</b>	<b>15 392</b>	<b>18 208</b>	<b>18 490</b>	<b>20 021</b>	<b>21 927</b>	<b>23 758</b>	<b>24 651</b>	<b>26 802</b>

Source : BNB.

## Annexe 6

### ÉVOLUTION DE LA TRÉSORERIE NETTE, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(millions d'euros)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Industrie manufacturière</b> .....	-16 959	-18 348	-13 915	-11 713	-19 342	-12 761	-5 906	-9 764	-4 124	-4 167
dont:										
Industries agricoles et alimentaires .....	-2 409	-2 129	-2 084	-3 829	-4 885	-3 148	-2 324	-3 454	-2 603	-2 194
Textiles, vêtements et chaussures .....	-46	-89	-118	-147	-362	-182	16	63	134	305
Bois, papier et imprimerie .....	-774	-1 043	-767	-1 698	-1 593	-1 311	9	128	735	79
Industrie chimique .....	-7 297	-7 895	-10 028	-7 793	-8 966	-7 752	-7 370	-12 188	-7 493	-7 092
Industrie pharmaceutique .....	-2 775	1 871	2 008	4 429	4 264	3 427	4 243	4 659	4 123	3 201
Métallurgie et travail des métaux .....	-408	-896	-1 018	-488	-1 366	-1 511	-521	144	682	827
Fabrications métalliques .....	-287	150	2 524	1 266	1 307	1 529	2 808	2 910	2 220	2 467
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>13 581</b>	<b>20 005</b>	<b>20 019</b>	<b>21 227</b>	<b>19 110</b>	<b>23 099</b>	<b>43 315</b>	<b>42 402</b>	<b>45 816</b>	<b>50 352</b>
dont:										
Commerce de véhicules automobiles .....	-331	-788	78	323	-531	370	664	795	591	1 042
Commerce de gros <sup>(1)</sup> .....	-2 144	-3 495	-4 596	-1 996	-3 811	-2 475	-235	469	752	2 509
Commerce de détail <sup>(1)</sup> .....	2 366	3 281	3 940	3 309	3 044	2 248	3 595	4 097	4 359	4 376
Transport et entreposage .....	-384	2 004	2 200	4 077	4 760	3 429	5 769	5 621	4 787	4 348
Hébergement et restauration .....	97	44	-479	-573	-90	-122	58	97	236	683
Information et communication .....	2 879	2 420	1 934	1 318	419	-3 468	2 528	2 899	1 833	1 246
Activités immobilières .....	275	1 627	2 734	3 254	2 173	2 165	3 210	3 571	3 935	3 024
Services aux entreprises .....	3 166	3 075	4 680	6 406	7 418	9 573	10 669	9 605	13 707	16 152
Énergie, eau et déchets .....	4 411	7 988	4 815	-1 254	-3 507	603	6 017	3 700	3 435	4 397
Construction .....	779	1 036	1 525	2 328	2 028	2 322	2 685	2 828	2 821	2 250
<b>Total</b> .....	<b>-3 378</b>	<b>1 656</b>	<b>6 104</b>	<b>9 514</b>	<b>-232</b>	<b>10 338</b>	<b>37 409</b>	<b>32 638</b>	<b>41 693</b>	<b>46 185</b>

Source : BNB.

(1) Hors commerce de véhicules automobiles.

# Le bilan social 2013

P. Heuse

## Introduction

Les informations contenues dans le bilan social permettent d'analyser la composition des effectifs des entreprises qui le remplissent, d'en mesurer l'évolution, ainsi que d'estimer le volume des heures ouvrées, les frais de personnel et l'ampleur des mouvements de travailleurs en cours d'année. Le bilan social est par ailleurs une source statistique privilégiée en ce qui concerne les efforts que les entreprises consentent chaque année en faveur de la formation de leurs travailleurs, ce qui permet d'en évaluer la progression sur une base régulière.

À l'exception des ASBL, des fondations et des autres personnes de droit privé occupant moins de 20 travailleurs ETP, toutes les sociétés exerçant une activité en Belgique sont actuellement tenues de remplir un bilan social. L'adoption, en juin 2013, de la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises et sa transposition en droit national, attendue pour juillet 2015, sont susceptibles de modifier cet état de fait. Motivée par le souci de simplifier les charges administratives des entreprises de petite taille, cette directive impose aux États membres des obligations maximales en matière de contenu des comptes annuels de ces sociétés. Les informations figurant dans le bilan social ne font pas partie de l'éventail de renseignements qui peuvent leur être demandés dans ce cadre. Elles sont pourtant riches d'enseignements.

La première partie de cet article contient une analyse originale des spécificités des (très) petites entreprises, basée sur les informations contenues dans les bilans sociaux déposés pour l'exercice 2012, qui est le dernier pour lequel les données sont complètes et définitives. On y compare

d'abord les caractéristiques des (très) petites entreprises à celles des autres catégories de firmes en matière de spécialisation et d'implantation géographique, pour ensuite s'intéresser aux particularités des travailleurs qu'elles occupent, à la durée et au coût du travail, de même qu'à la politique de formation. L'analyse est principalement axée sur la dispersion des résultats individuels observés dans chacun de ces trois domaines.

La deuxième partie de l'article s'inscrit dans la ligne de ceux publiés les années précédentes. Elle commente l'évolution des principales variables mentionnées dans les bilans sociaux entre 2012 et 2013, calculée au départ d'une population réduite d'entreprises pérennes<sup>(1)</sup>. La première section décrit l'évolution de l'emploi, d'abord dans l'ensemble des entreprises de cette population, puis dans celles ayant déposé un schéma complet, plus détaillé. La seconde examine les renseignements fournis par les firmes en matière de formation.

Les deux parties de cet article peuvent être lues indépendamment l'une de l'autre, ce qui explique que les mêmes notes de bas de page peuvent apparaître deux fois dans l'article.

## 1. Petites et très petites entreprises en Belgique: quelles spécificités sur la base des bilans sociaux ?

Depuis plusieurs années, la simplification des tâches administratives figure à l'agenda du gouvernement fédéral

(1) Les caractéristiques de cette population réduite sont décrites à la section 1.2 de l'annexe 1. Celle-ci est composée des sociétés ayant déposé un bilan social tant pour 2012 que pour 2013; les sociétés nouvelles et celles qui ont disparu au cours de l'exercice 2013 en sont par conséquent exclues. Le délai nécessaire pour disposer des informations pour la totalité des entreprises justifie qu'on adopte une telle démarche.

comme à celui des autorités européennes. De nombreuses initiatives ont été prises en ce sens par tous les niveaux de pouvoir.

En Belgique, les mesures mises en œuvre se sont traduites par une réduction substantielle des charges administratives (liées à l'emploi, à la fiscalité et à l'environnement) supportées par les entreprises et les indépendants. Sur la base d'une enquête réalisée tous les deux ans, le Bureau fédéral du plan (Kegels Ch., 2014) a en effet estimé que le coût des charges de ces entités est revenu de 8,57 milliards d'euros en 2000 à 6,36 milliards en 2012, soit une contraction de 26 %. Ces dépenses équivalaient à 1,70 % du PIB en 2012, contre 3,48 % douze ans plus tôt. L'essentiel de ces coûts – soit 80,7 % du total – est supporté par les entreprises, le solde l'étant par les indépendants, catégorie qui reprend les professions libérales et les entreprises sans personnel salarié. Les résultats de l'enquête montrent que 54,3 % du total des coûts à la charge des entreprises incombaient aux petites sociétés en 2012. Les charges administratives représentaient 5,6 % de leur chiffre d'affaires. Les coûts sont proportionnellement plus lourds pour les petites structures : le montant par travailleur occupé s'y élevait à près de 6 000 euros, soit trois fois plus que dans les entreprises de taille moyenne et douze fois plus que dans les grandes.

La directive européenne 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises s'inscrit elle aussi dans une logique de simplification des charges supportées par les PME, tout en veillant à améliorer la comparabilité des données financières publiées par les différents États membres.

Selon les termes de cette directive, les obligations imposées aux firmes varient en fonction de leur taille. Celle-ci dépend de trois critères : la taille du bilan, l'importance du chiffre d'affaires et le volume de l'emploi exprimé en ETP. La directive distingue quatre catégories d'entreprises : les micro-entreprises, les petites, les moyennes et les grandes. Les États membres doivent en tous cas en prévoir deux, les grandes et les petites, les premières pouvant faire l'objet d'un reporting plus conséquent que les dernières. En aucun cas les petites entreprises ne seront tenues de faire rapport sur des informations non explicitement prévues par la directive. Les États membres ont par ailleurs la possibilité, s'ils le désirent, d'établir des schémas comptables spécifiques pour les sociétés de taille moyenne et pour les micro-entreprises. La taille d'une entreprise sera dorénavant établie sur une base individuelle et non plus, comme c'est le cas actuellement, en tenant compte de son appartenance éventuelle à un groupe.

La transposition de la directive en droit national, qui doit avoir lieu pour le 20 juillet 2015 au plus tard, est susceptible d'entraîner des allègements de charges substantiels pour les PME européennes, en fonction des options choisies par les États membres. En Belgique, l'application maximale des possibilités de simplification offertes se traduirait par la création de deux nouveaux schémas de reporting, en plus des deux existant actuellement (le schéma complet – applicable aux grandes firmes – et le schéma abrégé – complété par les petites). Le contenu de celui destiné aux très nombreuses micro-entreprises pourrait être très minimaliste. Sur la base des données relatives à 2012, la répartition des sociétés pourrait passer de 6 % du total pour les grandes entreprises et 94 % pour les petites à l'heure actuelle à 0,5 % pour les grandes, 2 % pour celles de taille moyenne, 14,5 % pour les petites et 83 % pour les micro-entreprises. Par ailleurs, la disposition interdisant formellement aux États membres d'ajouter aux comptes annuels des petites entreprises des obligations statistiques non expressément prévues par la directive soulève la question de la présence du bilan social dans l'annexe de ces états financiers.

Sans préjuger des options qui seront choisies par les autorités belges en la matière, la perte des informations contenues dans le bilan social est susceptible de priver les analystes de renseignements qui ne sont pas disponibles par ailleurs, notamment en ce qui concerne le niveau de qualification du personnel ou la formation. Il n'en demeure pas moins que le remplissage de ce document, du moins de sa partie qui n'est pas complétée par les secrétariats sociaux, représente une charge sans doute non négligeable pour les firmes. La délimitation entre informations nécessaires et superflues relève d'un choix politique, dont il ne sera pas discuté ici.

La première partie de cet article s'applique à valoriser les renseignements actuellement disponibles dans les bilans sociaux, l'objectif étant d'étudier le niveau et la dispersion d'une série de variables – communes à toutes les sociétés – en fonction de leur taille, voire de leur branche d'activité ou de leur implantation géographique, afin de détecter les éventuelles spécificités des plus petites d'entre elles.

Les firmes qui utilisent un bilan social abrégé<sup>(1)</sup> doivent, comme les grandes, communiquer les informations relatives au nombre de travailleurs occupés, au volume des heures ouvrées et aux rémunérations. Elles sont

(1) Lorsqu'elle ne dépasse pas plus d'un des plafonds suivants pour les deux derniers exercices clôturés, à savoir 50 travailleurs occupés en moyenne annuelle, un chiffre d'affaires (hors TVA) de 7 300 000 euros et un total bilanciel de 3 650 000 euros, toute firme est autorisée à compléter une version abrégée du bilan social, qui contient moins d'informations que la version complète. Néanmoins, si la moyenne annuelle de l'effectif de son personnel dépasse 100 unités, elle doit obligatoirement déposer un schéma complet.

néanmoins dispensées de prévoir une ventilation de ces variables par genre, alors que cette obligation est imposée aux grandes entreprises depuis 2012 et qu'elle permet d'approcher le « gender wage gap », soit les différences de conditions salariales qui s'appliquent aux personnels féminin et masculin<sup>(1)</sup>. De même, les petites entreprises ne sont pas tenues de communiquer les informations relatives aux personnels intérimaire et mis à disposition, pas plus qu'elles ne doivent préciser les caractéristiques des travailleurs qui entrent et sortent de l'entreprise. En revanche, les renseignements quant au profil des salariés occupés en fin d'exercice et à la formation sont identiques pour les schémas complet et abrégé.

Dans le cadre de cette analyse, les entreprises ont été classées par taille en fonction d'un seul critère: le nombre de travailleurs occupés<sup>(2)</sup>. Les données relatives au chiffre d'affaires et au total du bilan ne sont en effet pas disponibles pour celles qui déposent un bilan social isolé ou des comptes annuels non standardisés. La ventilation utilisée distingue les micro-entreprises (qui emploient 10 travailleurs ETP au plus – qu'elles aient déposé un bilan social abrégé ou complet –, aussi dénommées ci-après « très petites entreprises »), les petites (qui comptent de 10 à 50 ETP), les moyennes (de 50 à 250 ETP) et les grandes (plus de 250 ETP).

(1) Cf. Heuse P., 2013, pages 109 à 112.

(2) Cette méthodologie se distingue de celle adoptée dans le cadre de la directive européenne, qui considère comme des micro-entreprises les firmes qui ne dépassent pas deux des trois seuils suivants: total du bilan: 350 000 euros; chiffre d'affaires net: 700 000 euros; nombre moyen de travailleurs: 10 ETP. Pour les petites entreprises, les limites sont: total du bilan: 4 000 000 euros; chiffre d'affaires net: 8 000 000 euros; nombre moyen de travailleurs: 50 ETP. Pour les entreprises de taille moyenne, il s'agit respectivement de: total du bilan: 20 000 000 euros; chiffre d'affaires net: 40 000 000 euros; nombre moyen de travailleurs: 250 ETP. Les grandes entreprises sont celles qui dépassent deux de ces trois dernières limites.

(3) Une partie des micro-entreprises au sens de la directive 2013/34/UE – celles qui comptent moins d'un travailleur ETP – sont donc par définition exclues de la population d'analyse.

Différentes mesures statistiques ont été utilisées pour étudier la dispersion des observations: moyenne arithmétique, médiane, quartiles, déciles, intervalles interdéciles. La moyenne arithmétique rapporte la somme des valeurs enregistrées pour une variable quantitative quelconque au nombre d'observations. Il s'agit par conséquent d'une moyenne non pondérée: chaque entreprise a le même poids, qu'elle soit très grande ou très petite. Pour une variable donnée, la médiane est la valeur qui partage la distribution des observations classées par ordre croissant en deux parts égales, tandis que les valeurs associées au 1<sup>er</sup> et au 3<sup>e</sup> quartiles sont celles qui séparent respectivement le premier quart de la distribution du second et le troisième du quatrième. Il en découle que 25 % des entreprises ont un résultat inférieur à la valeur notée au premier quartile et 25 % un résultat supérieur à la valeur enregistrée au troisième quartile. Pour affiner encore l'analyse, on peut ajouter les valeurs associées aux déciles, qui, comme leur nom l'indique, sont celles qui subdivisent la distribution en dix groupes d'importance égale. Lorsque la distribution des valeurs est symétrique, la médiane est égale à la moyenne. Lorsque ce n'est pas le cas, les écarts interquartiles ou inter-déciles permettent de mesurer le degré d'asymétrie.

## 1.1 Population d'analyse

La population utilisée dans le cadre de cette analyse répond aux critères de qualité définis à l'annexe 1. Pour faire bref, ont été sélectionnées les entreprises qui ont déposé un bilan social couvrant un exercice de douze mois clôturé au 31 décembre 2012 et qui comptaient au moins un travailleur ETP<sup>(3)</sup>. Ont aussi été exclues celles qui n'avaient pas de personnel inscrit à la fin de cet exercice. Ce critère additionnel s'explique par le fait que les comportements des entreprises ont en partie

**TABLEAU 1** POPULATION D'ANALYSE EN 2012: VENTILATION DES ENTREPRISES PAR TAILLE

	Entreprises	Emploi moyen, en ETP	<i>p.m.</i> <i>Emploi moyen,</i> <i>en personnes</i>	Entreprises	Emploi moyen, en ETP
		(unités)		(pourcentages du total)	
Micro-entreprises (10 ETP au plus) . . . . .	62 127	215 799	259 653	74,0	12,2
Petites entreprises (plus de 10 à 50 ETP) . . . . .	17 107	375 637	420 112	20,4	21,2
Moyennes entreprises (plus de 50 à 250 ETP) . . . . .	3 820	387 363	432 614	4,6	21,8
Grandes entreprises (plus de 250 ETP) . . . . .	858	794 292	898 373	1,0	44,8
<b>Total</b> . . . . .	<b>83 912</b>	<b>1 773 091</b>	<b>2 010 753</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source: BNB (bilans sociaux).

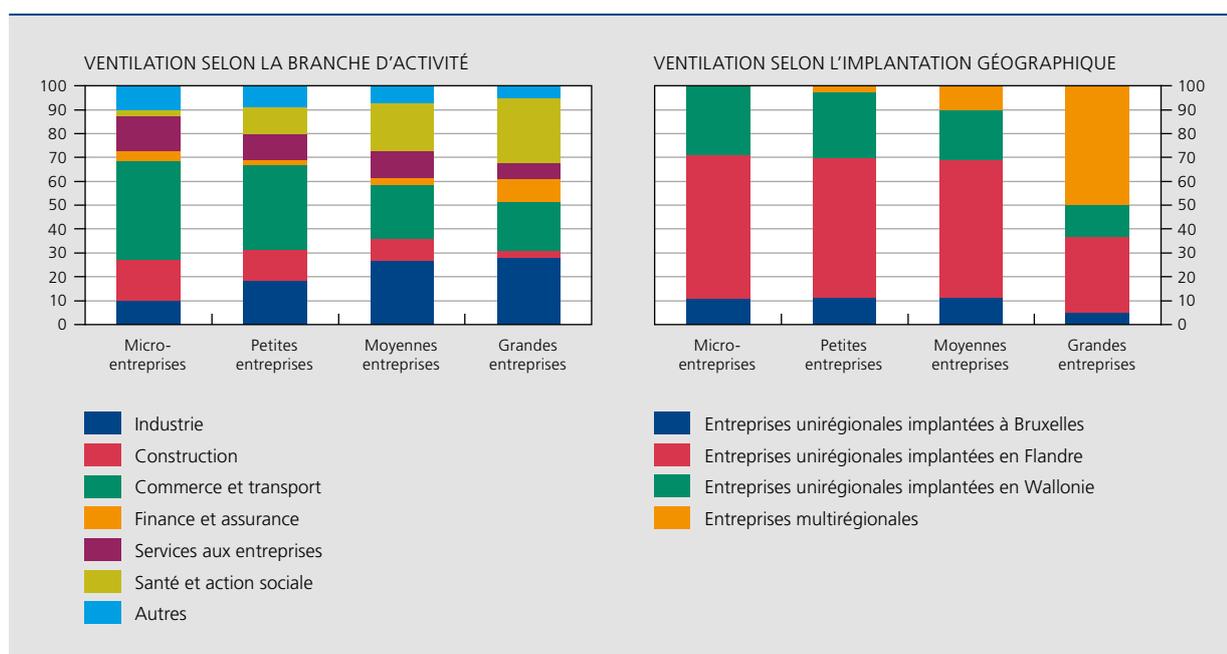
été différenciés sur la base de la ventilation de l'effectif mesuré à cette date.

En 2012, 83 912 entreprises avaient déposé un bilan social répondant aux conditions susmentionnées. Les micro-entreprises constituent près des trois quarts des firmes de cette population d'analyse. Leurs effectifs étant par définition limités – deux tiers d'entre elles comptent moins de quatre ETP –, elles emploient à peine un peu plus de 12 % du personnel occupé. Les parts relatives des petites entreprises dans le total des sociétés, d'une part, et dans le total des effectifs, d'autre part, sont similaires, égales ou légèrement supérieures à 20 %. Les entreprises de taille moyenne ne représentent que 4,6 % du total des firmes, mais elles rassemblent près de 22 % de l'emploi ETP. Les grandes entreprises emploient quant à elles près de 45 % des travailleurs de la population d'analyse, en dépit du fait qu'elles ne déposent que 1 % des bilans sociaux.

La spécialisation des entreprises par branche d'activité – mesurée à l'aune du volume de l'emploi exprimé en ETP – diffère sensiblement selon la catégorie à laquelle elles appartiennent. La proportion des entreprises actives dans le commerce et le transport est par exemple d'autant plus faible que leur taille est grande: 41 % de l'emploi dans les micro-entreprises est logé dans cette branche d'activité, contre 21 % seulement pour les grandes. Une

diminution de la part relative de l'emploi est également observable pour des activités comme la construction (qui occupe 17 % des travailleurs des micro-entreprises, contre 3 % du personnel des grandes entreprises) et les services aux entreprises (14 % de l'emploi des microsociétés, soit le double du niveau enregistré dans les grandes). En revanche, l'importance relative de branches comme l'industrie et la santé – des activités qui regroupent de très grosses firmes, même si les restructurations des dernières années ont entraîné une contraction sensible du personnel dans certains établissements – croît avec la taille des entreprises. Dans les grandes et dans celles de taille moyenne, environ 28 % des travailleurs exercent un emploi industriel, alors que ce n'est le cas que de 18 % des salariés des petites entreprises et de 10 % seulement du personnel des microsociétés. Par ailleurs, 27 % des effectifs des grandes firmes sont des professionnels de la santé et de l'action sociale, contre à peine 3 % dans les micro-entreprises. Dans les petites et très petites sociétés, un travailleur sur dix exerce par ailleurs une activité qui relève de l'agriculture, de l'information et de la communication, de l'immobilier ou des autres services (notamment la culture et les loisirs), regroupées dans la première partie de cet article sous le vocable « autres (branches) ». La proportion de travailleurs de la finance et de l'assurance y est limitée à respectivement 4 et 2 %, tandis qu'elle s'élève à 9 % dans les grandes sociétés.

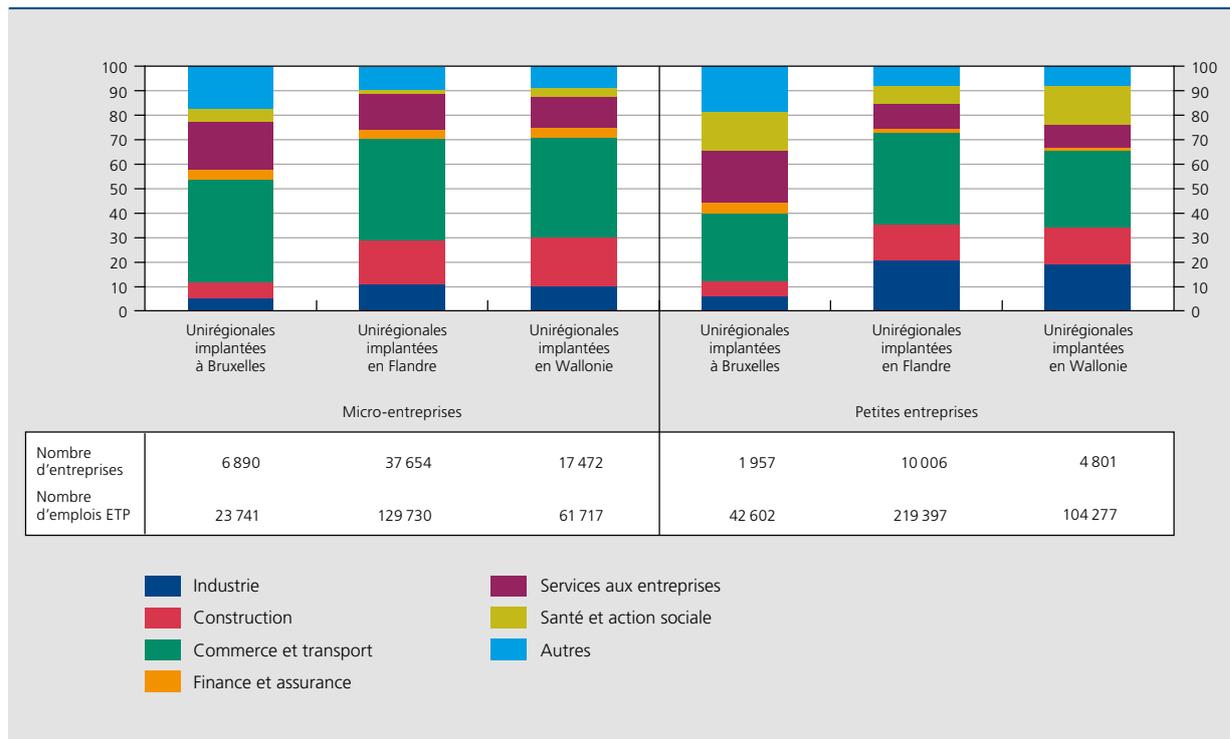
**GRAPHIQUE 1** POPULATION D'ANALYSE EN 2012: SPÉCIALISATION ET IMPLANTATION<sup>(1)</sup> DES ENTREPRISES SELON LEUR TAILLE  
(pourcentages du total, emploi moyen exprimé en ETP)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les entreprises unirégionales sont celles dont le siège social et le(s) siège(s) d'exploitation sont installés dans une seule région. Les entreprises multirégionales sont implantées dans plus d'une région.

**GRAPHIQUE 2** POPULATION D'ANALYSE EN 2012: SPÉCIALISATION DES MICRO-ENTREPRISES ET DES PETITES SOCIÉTÉS UNIRÉGIONALES  
(pourcentages du total, emploi moyen exprimé en ETP)



Source: BNB (bilans sociaux).

La quasi-totalité des micro-entreprises et des petites sociétés sont implantées dans une seule des trois régions de notre pays<sup>(1)</sup>. On compte à peine un peu plus d'une centaine d'entreprises multirégionales dans le premier groupe et environ 340 dans le second. La ventilation de l'emploi par région y est assez semblable: environ 60 % des travailleurs appartiennent à des sociétés actives uniquement en Flandre et un peu moins de 30 % à des firmes établies en Wallonie, tandis que 11 % sont occupés par des sociétés qui exercent exclusivement à Bruxelles. Dans les grandes entreprises, en revanche, la moitié des travailleurs sont rattachés à une entreprise multirégionale.

On constate une similitude de spécialisation manifeste entre les entreprises de petite taille implantées exclusivement en Flandre et celles actives uniquement en Wallonie. En revanche, celles opérant sur le territoire bruxellois se démarquent sensiblement. La ressemblance entre la Flandre et la Wallonie est particulièrement vive pour les micro-entreprises: dans les deux régions, environ 70 % de leur emploi ETP est concentré dans l'industrie, la construction et la branche « commerce et transport ». Cette dernière regroupe d'ailleurs quelque 40 % des travailleurs dans chacune des trois

régions du pays. À Bruxelles, en revanche, le secteur tertiaire domine largement l'activité des très petites entreprises: en dehors du commerce et du transport, 46 % de l'emploi est rassemblé dans diverses activités de services marchands ou non marchands, et à peine 12 % du volume de travail est logé dans l'industrie et dans la construction. Cette prépondérance du tertiaire est liée au caractère urbain du territoire bruxellois, plus propice à l'offre de services qu'à la production de biens. Elle est d'ailleurs également observable pour les entreprises comptant de 10 à 50 ETP. L'activité de ces petites firmes est généralement plus variée que celle des micro-entreprises: en Flandre et en Wallonie, l'industrie y est plus développée, mais la construction y est proportionnellement moins importante. La part relative du commerce et du transport y est aussi plus limitée, surtout à Bruxelles et en Wallonie. La branche de la santé et de l'action sociale occupe de 7 à 16 % des effectifs des petites firmes selon la région, contre 2 à 5 % dans les micro-entreprises.

(1) La méthode de régionalisation de l'emploi et les caractéristiques des entreprises uniregionales et multirégionales sont présentées dans l'annexe 1, section 2.

## 1.2 Caractéristiques des travailleurs

Les bilans sociaux permettent d'étudier la composition des effectifs des entreprises, notamment par genre et par régime de travail, mais aussi par niveau de diplôme et par type de contrat. Dans cette section, on a choisi de mettre en évidence quatre groupes de travailleurs, souvent considérés comme « à risque » sur le marché du travail : les deux premiers sont respectivement les femmes et les moins qualifiés, étant donné que leur taux d'emploi est inférieur respectivement à celui des hommes et à celui des diplômés de l'enseignement supérieur ; les deux derniers sont les travailleurs à temps partiel et les travailleurs temporaires, dans la mesure où ces personnes ont parfois été contraintes d'accepter de tels emplois faute d'avoir trouvé un poste à temps plein ou à durée déterminée et où leurs conditions de vie s'en trouvent précarisées. Le taux de présence de ces groupes de travailleurs dans les quatre catégories d'entreprises est loin d'être uniforme.

Si, en moyenne, le taux de féminisation des effectifs est d'apparence relativement homogène (variant de 36 à 43 % selon la taille des firmes, les taux les plus élevés étant enregistrés dans les très petites et dans les grandes sociétés), l'éventail des résultats est très différent. Les micro-entreprises se répartissent entre celles qui n'emploient que des hommes (35 % du total) – qui obtiennent un ratio égal à 0 % –, celles qui n'occupent que des femmes (21 %) – où le taux de féminisation est de 100 % –, et celles dont l'effectif mélange les genres (44 %). La mixité du personnel est nettement plus répandue dans les autres groupes de sociétés : dans les petites, près de 90 % des entreprises ont un effectif composé à la fois d'hommes et de femmes ; cette proportion est proche de 100 % dans les firmes moyennes et dans les grandes.

L'image est presque identique pour les effectifs à temps partiel, dont une majeure partie sont d'ailleurs des femmes. En moyenne, les très petites entreprises abritent 29,4 % de travailleurs à temps partiel et les grandes entreprises 28,3 %, le niveau observé dans les deux autres groupes étant un peu plus faible. La dispersion des résultats est plus importante dans les micro-entreprises : 11 % d'entre elles occupent seulement des travailleurs à temps partiel et 46 % uniquement des salariés à temps plein. Dans les petites firmes, on note encore 16 % d'entreprises ne comptant que des effectifs à temps plein, mais moins de 1 % d'entre elles emploient exclusivement des travailleurs à temps réduit. Dans les plus grandes, les cas de compositions totalement homogènes en faveur de l'un ou l'autre régime de travail sont encore plus rares.

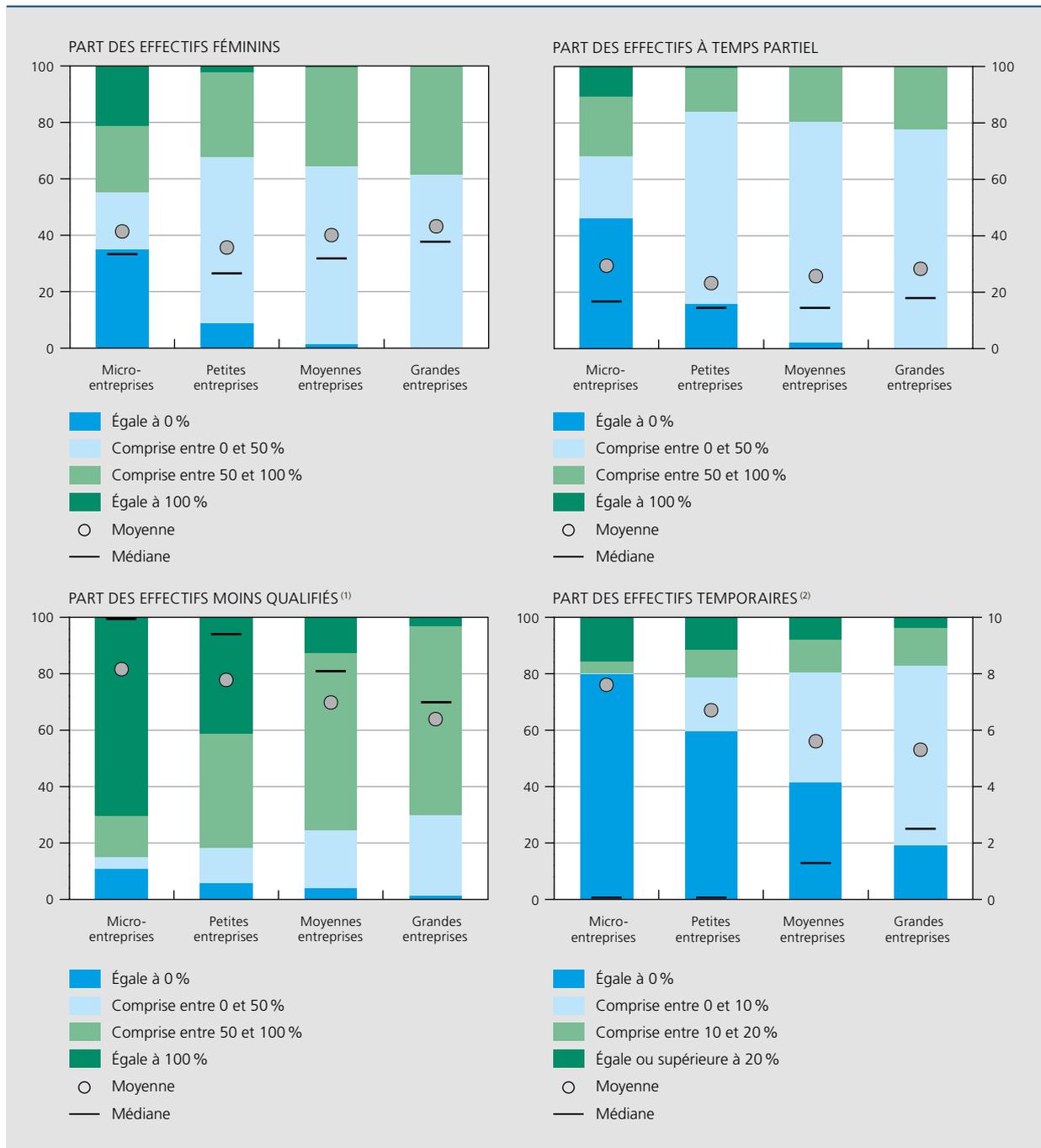
Les données concernant la répartition des travailleurs par diplôme sont sans doute les moins fiables parmi celles ventilant les effectifs en fonction de leurs caractéristiques personnelles. Le bilan social prévoit en effet que les entreprises répartissent leurs travailleurs selon leur niveau de qualification – pour lequel quatre modalités sont prévues (primaire, secondaire, supérieur non universitaire et universitaire) – séparément pour les hommes et pour les femmes. L'examen des données communiquées montre qu'il n'est pas rare que des entreprises fassent des erreurs de reporting qui se traduisent par une somme des composantes différente du total. Il arrive aussi que, faute d'informations, les entreprises versent la totalité de leurs salariés dans une seule et même catégorie. Il n'est évidemment pas possible de corriger les anomalies ni de détecter si une distribution uniforme est le fruit de la réalité ou de l'absence d'un relevé statistique dans les entreprises. Les données des bilans sociaux ont dès lors été utilisées telles quelles. Elles montrent que les travailleurs moins qualifiés, définis ici comme ceux qui sont au mieux diplômés de l'enseignement primaire ou secondaire, sont en moyenne nettement plus présents dans les (très) petites entreprises que dans les plus grandes.

Dans les micro-entreprises, on note une très nette prédominance des salariés diplômés de l'enseignement primaire ou secondaire : 72 % d'entre elles n'emploient que des travailleurs possédant ces niveaux de qualification ; à l'autre extrême, 11 % de ces très petites entreprises rapportent n'avoir en leur sein que des travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur. En moyenne, la proportion de travailleurs moins qualifiés s'élève à 82 % dans les micro-entreprises. La situation n'est guère différente dans les petites entreprises : en moyenne, on y trouve 78 % de travailleurs moins qualifiés, même si la proportion des sociétés qui ne recourent qu'à ce type de main-d'œuvre est nettement plus limitée (42 % du total). Ces observations sont à mettre en parallèle avec la spécialisation des (très) petites entreprises, en majeure partie orientées vers le commerce et le transport, la construction et l'industrie, dont les exigences de qualification sont généralement plus faibles. Ajoutons encore que les compétences nécessaires à l'exercice d'une partie des métiers dans ces branches d'activité s'acquièrent sur le terrain, par le biais d'un contrat d'apprentissage, qui débouche sur un diplôme de l'enseignement secondaire.

Dans les entreprises de plus grande taille, on observe davantage de mixité en matière de qualification. En moyenne, les grandes firmes occupent des travailleurs moins qualifiés à concurrence de 64 % de leurs effectifs ; dans un quart d'entre elles, cette part est inférieure à

**GRAPHIQUE 3** CARACTÉRISTIQUES DU PERSONNEL DANS LES ENTREPRISES DE LA POPULATION D'ANALYSE EN 2012 : DISPERSION DES OBSERVATIONS SELON LA TAILLE DES FIRMES

(pourcentages du total, données au 31 décembre)



45% ; dans une firme sur dix, elle est même inférieure à 24 %, ce qui signifie par corollaire que le pourcentage de diplômés de l'enseignement supérieur y dépasse 76 %. La proportion de travailleurs très qualifiés est en

effet particulièrement importante dans les banques et les compagnies d'assurances, ainsi que dans les hôpitaux, qui représentent une part non négligeable des grandes sociétés.

En matière de contrat de travail, les micro-entreprises présentent également une image nettement plus tranchée que les entreprises plus grandes. On y trouve, d'une part, des sociétés dont l'ensemble du personnel a été embauché sous contrat à durée indéterminée (80 % du total) et, d'autre part, des entreprises qui recourent largement au travail temporaire (16 % des firmes occupent des travailleurs sous contrat à durée déterminée, de remplacement ou pour l'exécution d'un travail défini à concurrence d'au moins 20 % de leurs effectifs). Ces caractéristiques découlent peut-être du fait que, de par leur taille réduite, les micro-entreprises ne peuvent se permettre une rotation considérable de leurs travailleurs, sous peine de mettre en péril leur activité : proposer d'emblée un contrat à durée indéterminée est dès lors un moyen de pérenniser l'emploi, d'autant plus que, comme on le verra dans la section suivante, les conditions salariales y sont généralement moins favorables que dans les sociétés plus grandes. En même temps, vu leurs effectifs réduits, le recrutement d'un seul travailleur temporaire – pour une durée ou une mission déterminée, ou encore parce qu'il s'agit d'un apprenti ou d'un stagiaire dont le contrat est par nature limité dans le temps – peut se traduire par un haut pourcentage de personnel temporaire. Ainsi, dans 7 % des très petites entreprises, la part des travailleurs temporaires est égale ou supérieure à 50 %. Ces observations élevées pèsent sur la moyenne, qui atteint 7,6 % pour cette catégorie de sociétés, soit un point de pourcentage de plus que pour les petites firmes et deux points de plus que pour celles de taille moyenne et les grandes. La diversité des résultats est d'autant plus faible que les entreprises sont grandes : 90 % de celles qui comptent plus de 250 ETP enregistrent une proportion de salariés sous contrat temporaire inférieure à 14 % ; ce pourcentage monte à 17 % pour les entreprises de taille moyenne et à 22 % pour les petites ; dans les micro-entreprises, à 33 %, il est plus de deux fois plus élevé que celui observé dans les grandes.

### 1.3 Durée et coût du travail

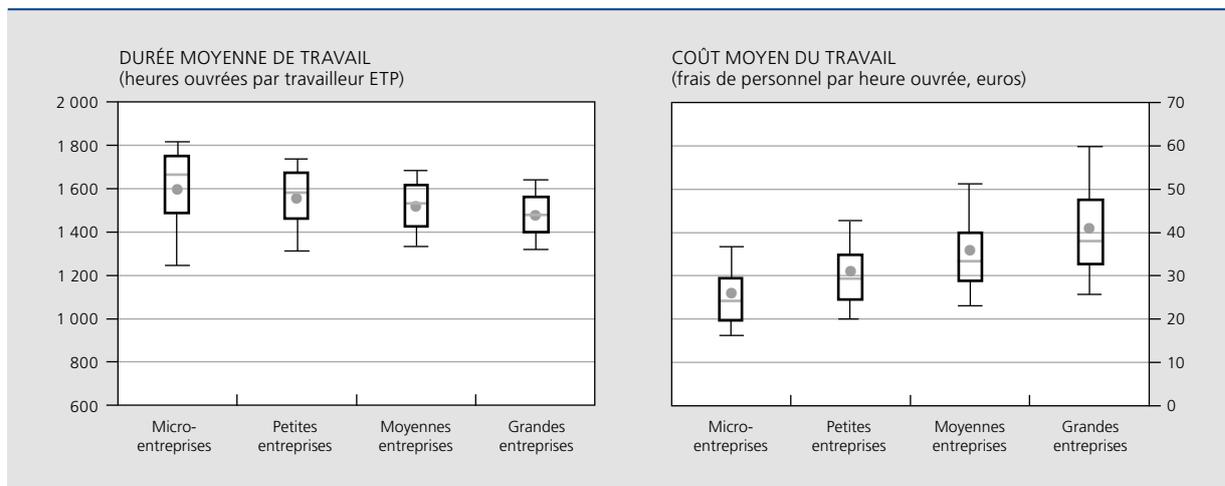
Dans les entreprises de la population d'analyse, la durée moyenne de travail était de 1 584 heures par ETP en 2012. Étant donné qu'il s'agit d'une moyenne non pondérée par l'emploi, ce niveau est fortement influencé par les informations émanant des micro-entreprises, ces dernières étant les plus nombreuses. Dans ces entités, la durée moyenne de travail est supérieure à celle enregistrée dans les autres groupes d'entreprises. Avec 1 597 heures par ETP, elle dépasse en effet de respectivement 2,6, 4,8 et 7,5 % les niveaux recensés dans les petites, les moyennes et les grandes firmes. La variabilité y est aussi nettement plus prononcée : dans 10 % des micro-entreprises,

la durée annuelle de travail par ETP est inférieure à 1 247 heures, tandis que dans une part égale de ces sociétés, les prestations sont supérieures à 1 818 heures par an, soit un écart de 571 heures. Dans les grandes entreprises, ces seuils, qui s'élèvent à respectivement 1 321 et 1 641 heures, ne sont séparés que par 321 unités. La distribution des résultats est assez symétrique dans le cas des grandes sociétés : les différences entre la médiane, d'une part, et les valeurs au 1<sup>er</sup> et au 9<sup>e</sup> déciles, d'autre part, sont d'ampleur comparable, soit respectivement 153 et 167 heures. En revanche, on note une plus grande variabilité des résultats dans les entreprises de plus petite taille, en particulier pour les observations inférieures à la médiane. L'écart entre cette dernière et la valeur au 1<sup>er</sup> décile est de 414 heures pour les micro-entreprises – soit plus de deux fois et demi le niveau affiché pour les grandes – et de 270 heures pour les petites.

Le coût moyen d'une heure de travail dans les entreprises de la population d'analyse était de 27,7 euros en 2012. On remarque une relation croissante manifeste entre le coût du travail et la taille des entreprises. Dans les très petites sociétés, le niveau moyen était de 26 euros par heure ouvrée. Dans les petites, il s'établissait à 5,1 euros de plus ; dans les entreprises de taille moyenne et dans les grandes, il atteignait respectivement 35,9 et 41 euros. Contrairement aux constatations établies pour la durée moyenne de travail, la dispersion des résultats en matière de coût est plus importante dans les grandes entreprises que dans les plus petites, et elle est plus marquée pour les résultats qui dépassent la médiane. L'écart qui sépare la médiane de la valeur enregistrée au 1<sup>er</sup> décile est de 8,3 euros pour les micro-entreprises, d'environ 10 euros pour les petites et les moyennes et de 12,3 euros pour les grandes. En revanche, la différence entre la médiane et la valeur notée au 9<sup>e</sup> décile se chiffre à respectivement 17,7 et 21,9 euros pour les moyennes et les grandes entreprises, contre environ 12 euros pour les petites et les très petites firmes.

Étant donné qu'on s'intéresse plus particulièrement aux petites et très petites entreprises et que celles-ci sont en majeure partie des sociétés actives dans une seule région et spécialisées dans le commerce et le transport, la construction ou l'industrie, il a paru intéressant d'examiner si les conditions salariales y étaient ou non homogènes. Pour chacune des branches considérées séparément, les entreprises ont été regroupées en fonction de leur taille et de leur appartenance régionale. Pour la branche « commerce et transport », les trois régions ont été prises en compte ; pour la construction et l'industrie, on s'est limité aux entreprises actives en Flandre et en Wallonie, vu le faible nombre d'entreprises bruxelloises exerçant une telle activité. Au total, les entreprises

**GRAPHIQUE 4 DURÉE ET COÛT DU TRAVAIL DANS LES ENTREPRISES DE LA POPULATION D'ANALYSE EN 2012: DISPERSION DES OBSERVATIONS SELON LA TAILLE DES FIRMES<sup>(1)</sup>**



Source : BNB (bilans sociaux).

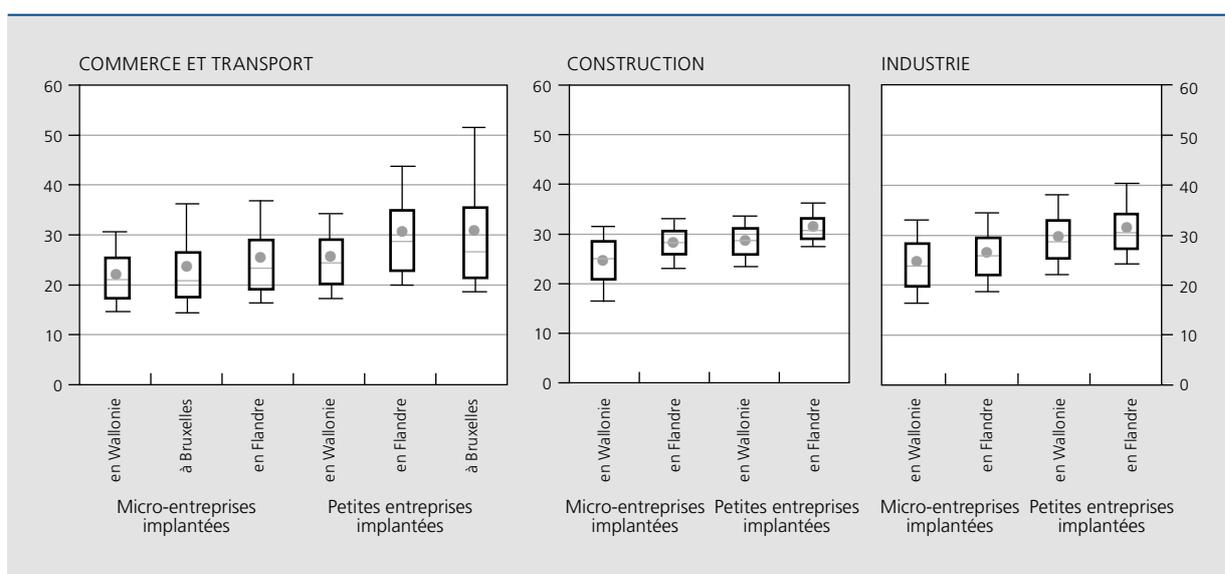
(1) Les *box plots* se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 3<sup>e</sup> quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 9<sup>e</sup> déciles. Le point gris indique la moyenne.

sélectionnées représentent 62 % des petites et très petites firmes, 55 % de leurs effectifs (soit 322 500 ETP) et 22 % de l'emploi de l'ensemble de la population d'analyse.

Quelle que soit la branche d'activité, la moyenne des frais horaires est plus faible en Wallonie qu'en Flandre, que ce soit pour les micro-entreprises ou pour les petites sociétés. La moyenne observée pour les micro-entreprises

**GRAPHIQUE 5 COÛT DU TRAVAIL DANS LES TRÈS PETITES ET PETITES ENTREPRISES DE LA POPULATION D'ANALYSE EN 2012: DISPERSION DES OBSERVATIONS SELON L'ACTIVITÉ ET LA RÉGION D'IMPLANTATION DES FIRMES<sup>(1)</sup>**

(frais de personnel par heure ouvrée, euros, classement croissant basé sur la valeur moyenne observée dans chaque groupe d'entreprises)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les *box plots* se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 3<sup>e</sup> quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 9<sup>e</sup> déciles. Le point gris indique la moyenne.

bruxelloises actives dans le commerce et le transport se situe entre celles de leurs homologues wallonnes et flamandes, tandis que la moyenne enregistrée pour les petites entreprises implantées à Bruxelles est très légèrement supérieure à celle obtenue pour les firmes établies en Flandre.

De manière générale, c'est dans la branche « commerce et transport » que les frais horaires sont les moins élevés. La moyenne dans les différents sous-groupes de firmes varie entre 22,3 et 31 euros. Dans les deux autres branches d'activité, elle oscille entre environ 24,5 et 31,5 euros. Le niveau plus faible dans le commerce et le transport s'explique par les conditions régnant dans les micro-entreprises des trois régions. En Wallonie comme en Flandre, la moyenne des coûts salariaux horaires y est inférieure de 4 à 9 % à celle enregistrée dans la construction et dans l'industrie ; la moyenne des résultats recensés pour les micro-entreprises bruxelloises est du même ordre de grandeur que celles calculées pour leurs homologues flamandes et wallonnes.

Même si les conditions salariales sont en moyenne moins favorables dans le commerce et le transport que dans les autres branches, force est de constater que les observations y sont aussi nettement plus dispersées. L'éventail des activités couvertes par cette branche n'y est peut-être pas étranger. Dans la construction, où l'activité est plus homogène et où la concurrence de la main d'œuvre étrangère est vive, les différences de conditions salariales sont beaucoup moins marquées, à la fois entre les divers groupes d'entreprises considérés et au sein de chacun de ces groupes : l'écart qui sépare les valeurs notées au 1<sup>er</sup> et au 9<sup>e</sup> déciles y est particulièrement réduit – 10 euros maximum –, sauf pour le groupe des micro-entreprises wallonnes, pour lesquelles il atteint 15 euros. Dans l'industrie, les moyennes affichées pour les frais salariaux horaires sont assez proches de celles recensées dans la construction pour chacun des groupes d'entreprises, mais la variabilité des résultats est plus grande, puisque la différence interdécile y avoisine 16 euros. Dans le commerce et le transport, en revanche, l'écart entre les valeurs au 1<sup>er</sup> et au 9<sup>e</sup> déciles varie de 16 à 33 euros, la valeur la plus élevée étant enregistrée dans les petites entreprises bruxelloises. La répartition des observations est par ailleurs largement asymétrique dans cette branche d'activité : l'écart entre la médiane et la valeur correspondant au 9<sup>e</sup> décile est, pour chaque groupe d'entreprises, largement supérieur à celui mesuré entre la médiane et la valeur au 1<sup>er</sup> décile.

#### 1.4 Politique de formation

En matière de formation, l'affirmation selon laquelle les personnes occupées dans des entreprises de plus petite taille ont moins d'opportunités de mettre à jour leurs

connaissances ou d'acquérir de nouvelles compétences que les travailleurs des grandes firmes est largement répandue. L'enquête européenne CVTS<sup>(1)</sup>, qui mesure les efforts de formation des entreprises comptant plus de dix travailleurs et appartenant aux branches B à N et R à S de la NACE Rév.2, montre en effet que la proportion d'entreprises formatrices, de même que le taux de participation des travailleurs à des cours et formations donnés en interne ou en externe, est effectivement plus faible dans les petites structures que dans les grandes.

Les informations relatives à la formation reprises dans les bilans sociaux confirment que la part des entreprises formatrices, c'est-à-dire celles qui mentionnent des travailleurs en formation, augmente avec la taille. Il ne faut pas négliger la charge que représentent la collecte et la synthèse des renseignements nécessaires pour remplir le bilan social à ce propos. Les informations demandées sont en effet relativement détaillées, puisque toutes les entreprises, petites et grandes, sont tenues de ventiler le nombre de bénéficiaires d'une formation, les heures qui y ont été consacrées et les frais y afférents par genre, et cela séparément pour les formations de types formel, informel et initial<sup>(2)</sup>. Ce reporting constitue un fardeau administratif que les entreprises ne peuvent déléguer à leur secrétariat social, contrairement aux données concernant le personnel, la durée du travail ou les rémunérations. On ne peut dès lors pas exclure que certaines petites sociétés omettent de mettre en place les procédures permettant l'enregistrement de leurs efforts, même lorsqu'elles organisent des formations à l'intention de leurs travailleurs.

Dans la population d'analyse, à peine 6 % des micro-entreprises rapportent qu'un ou plusieurs de leurs travailleurs ont suivi une formation formelle ; cette proportion s'élève à moins de 5 % pour les formations informelles et initiales. Parmi celles qui occupent de 10 à 50 travailleurs ETP, 29,1 % sont formatrices formelles, 15,5 % ont organisé des formations informelles et 9 % des formations destinées aux apprentis et aux stagiaires. Parmi les entreprises de taille moyenne et les grandes, on trouve respectivement près de 75 et 95 % d'entreprises formatrices formelles. Les parts relatives des entreprises formatrices informelles et initiales y sont aussi relativement plus importantes que dans les plus petites structures ; elles atteignent respectivement quelque 71 et 22 % pour les plus grandes d'entre elles.

(1) L'enquête CVTS (Continuing Vocational Training Survey) est une enquête européenne harmonisée qui vise à mesurer les efforts de formation des entreprises à l'égard de leurs travailleurs. Elle a lieu tous les cinq ans. Les derniers résultats disponibles concernent 2010. Les résultats pour la Belgique sont publiés par le SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie : [http://statbel.fgov.be/fr/modules/publications/statistiques/marche\\_du\\_travail\\_et\\_conditions\\_de\\_vie/enquete\\_sur\\_la\\_formation\\_professionnelle\\_continue.jsp](http://statbel.fgov.be/fr/modules/publications/statistiques/marche_du_travail_et_conditions_de_vie/enquete_sur_la_formation_professionnelle_continue.jsp).

(2) La formation formelle recouvre les cours et stages conçus et dispensés par des formateurs dans des locaux distincts du lieu de travail. La formation informelle reprend les autres activités d'apprentissage planifiées en fonction des besoins propres de l'apprenant, y compris la formation en milieu de travail. La formation initiale est destinée aux personnes occupées dans des systèmes alternant formation et travail en entreprise en vue de l'obtention d'un diplôme.

**TABLEAU 2** ENTREPRISES FORMATRICES DANS LA POPULATION D'ANALYSE EN 2012: VENTILATION SELON LA TAILLE

	Formation		
	formelle	informelle	initiale
Micro-entreprises .....	6,0	4,4	4,6
Petites entreprises .....	29,1	15,5	9,0
Moyennes entreprises .....	74,8	42,7	13,9
Grandes entreprises .....	94,9	71,3	22,5

Source : BNB (bilans sociaux).

Lorsqu'on calcule les indicateurs de formation pour les seules entreprises formatrices de la population d'analyse, force est de constater que les travailleurs des très petites firmes ne sont pas toujours les moins bien lotis.

Le taux de participation à la formation formelle, qui compare le nombre de bénéficiaires au nombre moyen de travailleurs, s'établissait en effet à 62 % en moyenne dans les micro-entreprises en 2012, soit un niveau supérieur à ceux observés dans les autres catégories de sociétés. Il est vrai que dans les entreprises qui comptent peu de salariés, un seul travailleur en formation (même pendant une seule heure) peut conduire à des taux de participation très élevés; il est même possible que ceux-ci dépassent les 100 %, étant donné la rotation des travailleurs. Soulignons néanmoins que la moitié des micro-entreprises affichent des taux de participation compris entre 33 et 92 %, ce qui n'est pas très différent de ce qui prévaut dans les grandes entreprises, où ces limites s'élèvent respectivement à 33 et 82 %. Ces seuils sont en revanche plus bas pour les petites entreprises et celles de taille moyenne.

En matière de formation informelle et initiale, le comportement des micro-entreprises se détache nettement de celui des autres groupes de sociétés. Dans la moitié de ces très petites entreprises, le taux de participation à la formation informelle excède les 86 %, alors que pour les autres groupes, la valeur médiane tourne autour des 40 %. Les micro-entreprises sont également proportionnellement plus nombreuses à dégager des places d'apprentissage et de stage sur le lieu de travail. En moyenne, 47 % des travailleurs y ont bénéficié d'une formation initiale, soit plus du double de la proportion relevée dans les petites entreprises (20 %). Dans les entreprises moyennes et grandes, ce ratio atteint respectivement 12 et 7 %.

On constate une grande variabilité des résultats individuels en matière de taux de participation, et ce quel que soit le groupe d'entreprises ou le type de formation envisagé. Pour la formation initiale, cela est surtout vrai pour les très petites entreprises, car ce type d'initiative est proportionnellement moins répandu dans les plus grandes structures. Des différences interentreprises marquées apparaissent également pour le nombre moyen d'heures de formation suivies par un bénéficiaire, ainsi que pour les coûts de formation horaires.

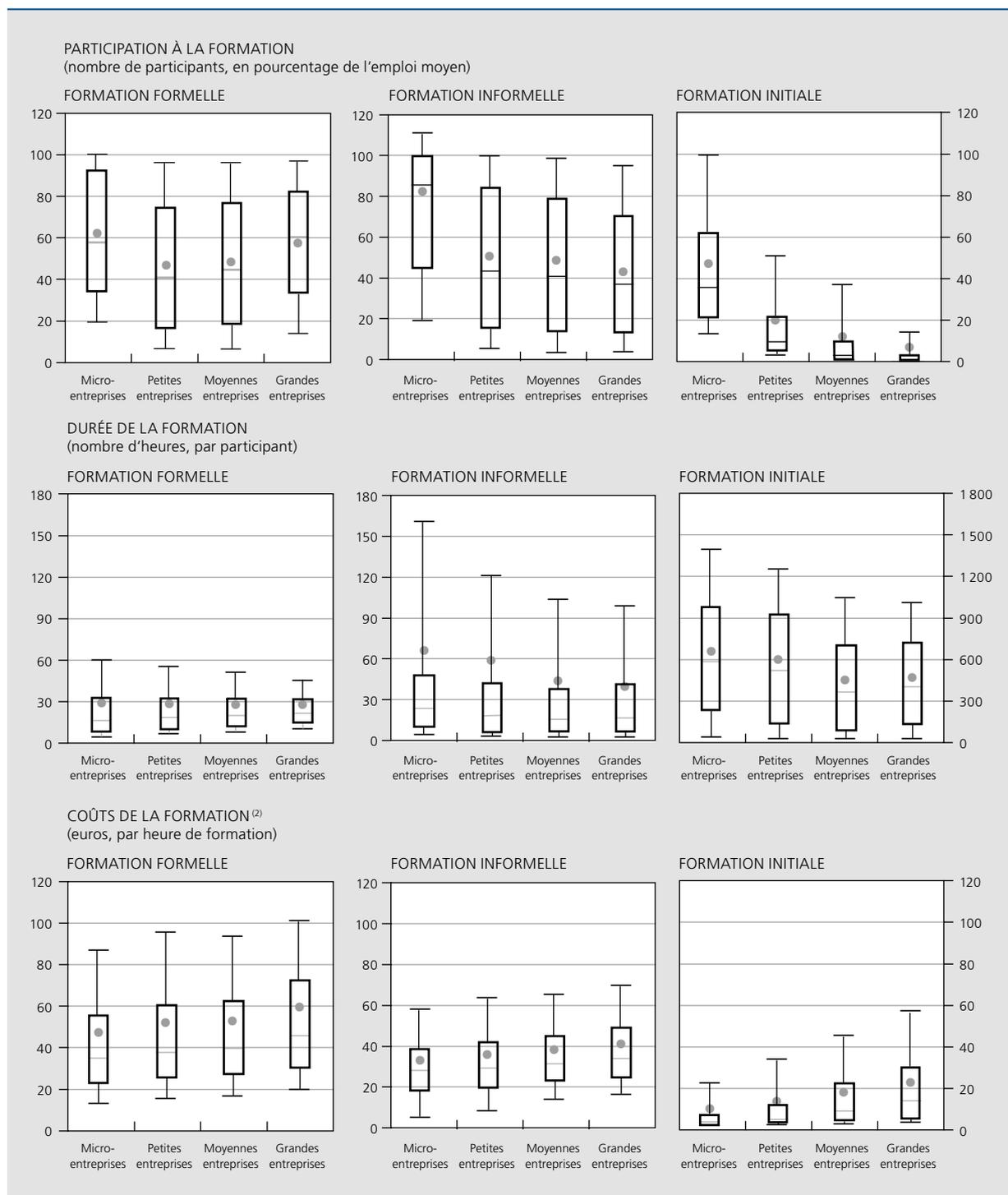
C'est pour la formation initiale que les durées de formation sont les plus longues, ce qui n'a rien de surprenant puisqu'il s'agit en principe de formations alternant cours en milieu scolaire et expérience en entreprise sur une période d'au moins six mois. Dans ce cadre, toutes les heures prestées en milieu de travail sont considérées comme de la formation. Les différences interentreprises sont particulièrement vives pour les plus petites d'entre elles: dans la moitié des micro-entreprises, la durée moyenne de formation par apprenti ou stagiaire s'échelonne entre 230 et 980 heures par an, mais 10 % d'entre elles font état d'une durée supérieure à 1 392 heures. Dans les entreprises de taille moyenne et dans les grandes, le seuil du dernier décile se situe en revanche juste au-dessus des 1 000 heures par bénéficiaire. Comme on l'a noté dans la section précédente, c'est dans les très petites entreprises qu'on rapporte les durées annuelles de travail les plus longues; il n'est donc pas étonnant que les jeunes en formation initiale calquent leur durée de prestation sur celles de leurs collègues et/ou patron.

Si la formation initiale se distingue par une durée de formation plus importante, elle se caractérise aussi par des coûts horaires plus réduits: les apprentis reçoivent en effet une indemnité d'apprentissage qui varie selon l'âge, mais qui reste de loin inférieure au salaire minimal; les employeurs peuvent en outre profiter dans certains cas de primes supplémentaires, qui doivent être portées en déduction des coûts bruts. En moyenne, dans les micro-entreprises, le coût d'une heure de formation est de 10 euros. Ce montant passe à 13 euros dans les petites sociétés. Il est nettement plus élevé dans les entreprises de taille moyenne (18 euros) et dans les grandes (23 euros). Ceci s'explique sans doute en partie par le fait qu'un tiers des grandes entreprises formatrices sont des hôpitaux, qui comptent de nombreux internes en formation, dont les indemnités sont de loin supérieures à celles des travailleurs sous contrat d'apprentissage industriel. Il est également possible que les résultats soient biaisés par des erreurs de comptabilisation: certaines entreprises reprennent manifestement dans le tableau relatif à la formation initiale des formations à l'entrée organisées pour leurs nouveaux travailleurs, dont le salaire horaire est supérieur à celui de personnes suivant une formation en alternance.

En ce qui concerne la formation formelle, les différences relevées entre les groupes d'entreprises en matière de

coûts horaires tranchent avec la relative homogénéité enregistrée pour la durée par participant. La durée annuelle

**GRAPHIQUE 6 FORMATION DANS LES ENTREPRISES FORMATRICES DE LA POPULATION D'ANALYSE EN 2012 : DISPERSION DES OBSERVATIONS SELON LE TYPE DE FORMATION ET LA TAILLE DES FIRMES <sup>(1)</sup>**



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les box plots se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 3<sup>e</sup> quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 9<sup>e</sup> déciles. Le point gris indique la moyenne.

(2) Les coûts de formation sont des coûts nets, obtenus en déduisant des coûts bruts les subventions et autres avantages financiers reçus. Les coûts nets de formation formelle comprennent par ailleurs les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs.

moyenne de formation est de 28 ou 29 heures par bénéficiaire dans chacune des catégories de sociétés. Pour les coûts horaires, en revanche, la dépense moyenne est de 47 euros par heure de formation dans les très petites entreprises, alors qu'elle dépasse les 50 euros dans les trois autres catégories et est même proche de 60 euros dans les grandes firmes. Cela n'a rien de surprenant, étant donné que les rémunérations des travailleurs en formation sont en principe incluses dans les coûts de formation et que les frais de personnel par heure ouvrée sont plus élevés dans les grandes firmes que dans les (plus) petites. En matière de durée comme de coûts, la distribution des observations est asymétrique dans tous les groupes de sociétés: plus des deux tiers de l'écart qui sépare les valeurs notées au 1<sup>er</sup> et au 9<sup>e</sup> déciles sont imputables à des valeurs supérieures à la médiane.

Une relation croissante entre les coûts de formation et la taille des entreprises est aussi observée pour la formation informelle: cette dernière coûte en moyenne 34 euros l'heure dans les très petites firmes, 37 euros dans les petites et plus de 40 euros dans les plus grandes. Même si la diversité des résultats, mesurée par l'écart qui sépare les valeurs notées au 1<sup>er</sup> et au 9<sup>e</sup> déciles, est d'ampleur similaire dans les différentes catégories de firmes, on constate une asymétrie plus prononcée dans les grandes sociétés, en faveur des valeurs supérieures à la médiane. En revanche, en ce qui concerne la durée moyenne des formations, la variabilité des résultats est d'autant plus accentuée que les firmes sont petites: on remarque par exemple que les 10% des firmes qui enregistrent les valeurs les plus élevées mentionnent une durée de formation par participant supérieure à 160 heures dans les micro-entreprises et à 121 dans les petites, alors que ces valeurs sont proches de 100 heures dans les plus grandes.

## 2. Principaux enseignements des bilans sociaux 2013

La population complète des entreprises déposant un bilan social n'étant disponible qu'environ quinze mois après la clôture de l'exercice, tous les comptes relatifs à l'exercice 2013 n'avaient pas encore été remis à ou validés par la Centrale des bilans le 19 septembre 2014, lorsque les données nécessaires à cette analyse ont été extraites. Les résultats obtenus au départ des comptes présents dans la base de données à cette date ne pouvant être valablement comparés avec ceux de la population complète pour 2012, les évolutions mentionnées dans cette partie

ont été calculées pour les entreprises ayant rempli un bilan social de qualité suffisante pour les exercices 2012 et 2013. Travailler avec une population constante implique que ni les sociétés nouvelles ni celles qui ont disparu au cours d'un de ces deux exercices ne sont prises en compte. Les évolutions observées peuvent dès lors se démarquer de celles enregistrées dans la population totale ou, plus largement encore, dans les comptes nationaux, où le relevé des salariés est exhaustif. Elles sont par ailleurs biaisées en faveur de celles enregistrées dans les grandes entreprises: parce qu'elles sont plus nombreuses à déposer leur bilan social dans les temps impartis et que celui-ci est traité et vérifié prioritairement par la Centrale des bilans, on trouve en effet proportionnellement davantage de grandes firmes dans la population réduite que dans la population totale.

La population constante utilisée (appelée aussi population réduite), même si elle est plus restreinte que la population totale, est néanmoins largement représentative. Elle compte 50 365 entreprises, soit 59% des bilans sociaux repris dans la population totale pour l'exercice 2012. Ces sociétés occupaient ensemble 1 573 347 travailleurs en 2012, soit 78% de l'effectif de la population totale et 59% de l'emploi salarié privé correspondant<sup>(1)</sup> mentionné dans les statistiques des comptes nationaux.

### 2.1 Évolution de l'emploi

#### 2.1.1 Dans l'ensemble des entreprises

Compte tenu de l'atonie de la croissance du volume de l'activité – le PIB a augmenté d'à peine 0,1% en 2012, puis de 0,3% en 2013 –, l'emploi salarié, qui réagit habituellement avec un certain décalage aux fluctuations de celui-ci, s'est encore très légèrement accru en 2012 selon les comptes nationaux, avant de se replier de 0,5% en 2013.

Dans les entreprises de la population réduite – qui, soulignons-le encore, est constituée d'une population stable d'entreprises pérennes –, le nombre de travailleurs a progressé de 0,5% en moyenne annuelle en 2013. C'est la hausse du nombre de travailleurs à temps partiel, qui a atteint 1,6%, qui a soutenu cette avancée car le nombre de travailleurs à temps plein est resté stable. Une dégradation s'est toutefois manifestée en cours d'année, de sorte qu'au 31 décembre 2013, le nombre de travailleurs occupés était inférieur de 0,2% à celui observé un an plus tôt. Le nombre de travailleurs à temps plein s'est tassé d'une fin d'exercice à l'autre, tandis que le rythme de progression de l'effectif à temps partiel s'est ralenti.

(1) Soit l'emploi salarié enregistré dans l'économie totale (S.1), duquel on soustrait l'emploi salarié dans le secteur public (S.13) et dans le secteur des ménages (S.14). De ce concept, sont également exclus les travailleurs occupés dans les branches NACE-BEL 78 (activités liées à l'emploi), 84 (administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire) et 85 (enseignement).

**TABLEAU 3** ÉVOLUTION DE L'EMPLOI ENTRE 2012 ET 2013  
(population réduite)

	Travailleurs à temps plein		Travailleurs à temps partiel		Total	
	Unités	Pourcentages	Unités	Pourcentages	Unités	Pourcentages
En moyenne annuelle .....	341	0,0	7 501	1,6	7 842	0,5
Au 31 décembre .....	-7 853	-0,7	4 455	0,9	-3 398	-0,2

Source : BNB (bilans sociaux).

Ce sont les entreprises comptant plus de 250 travailleurs ETP qui sont à l'origine du recul de l'emploi observé entre la fin de 2012 et la fin de 2013 : le nombre de salariés y a diminué de 1,1 %, alors qu'il a augmenté dans les firmes de plus petite taille. Les pertes d'emplois ont quasi exclusivement concerné des postes à temps plein dans les grandes entreprises, tandis que les effectifs à temps partiel sont restés quasiment inchangés. Dans les entreprises de plus petite taille, l'expansion de l'emploi a largement été soutenue par la croissance du nombre de travailleurs occupés à horaire réduit. Dans les entreprises de taille moyenne, cette dernière explique d'ailleurs la totalité de la hausse. Dans les petites entreprises, elle a permis de compenser la contraction du nombre de travailleurs à temps plein, observée principalement dans les branches de l'industrie, de la construction et du commerce et du transport. Enfin, dans les micro-entreprises, elle s'est accompagnée d'une progression des emplois à temps plein.

Les évolutions de l'emploi sont largement contrastées selon les branches d'activité. Dans l'industrie et dans la construction, le nombre de travailleurs a baissé de respectivement 3 700 et 2 700 unités, soit de 1 et 2,4 %. C'est dans ces branches que la plupart des pertes d'emplois à temps plein ont d'ailleurs été enregistrées : sur un total de 7 853 destructions de postes de ce type, environ 3 600 ont été supprimés dans l'industrie et près de 2 600 dans la construction. Des emplois ont également été détruits dans certaines branches de services : les branches « information et communication » et « finance et assurance » ont chacune perdu plus de 1 300 travailleurs, ce qui correspond respectivement à des régressions de 2,2 et 1,4 %. La branche « commerce et transport » a réussi à limiter les dégâts (un peu moins de 700 postes détruits, soit un repli de 0,2 %), les emplois supplémentaires à temps partiel ayant partiellement compensé le recul des effectifs à temps plein. Les autres branches des services ont en revanche vu leurs effectifs gonfler, en grande partie en raison d'une hausse de l'emploi à temps partiel. Les gains d'emplois ont été particulièrement marqués dans la santé et l'action sociale

(un peu plus de 4 400 travailleurs supplémentaires, soit un gain de 1,4 %) et dans les services aux entreprises (environ 1 500 emplois additionnels, ou une progression de 1 %).

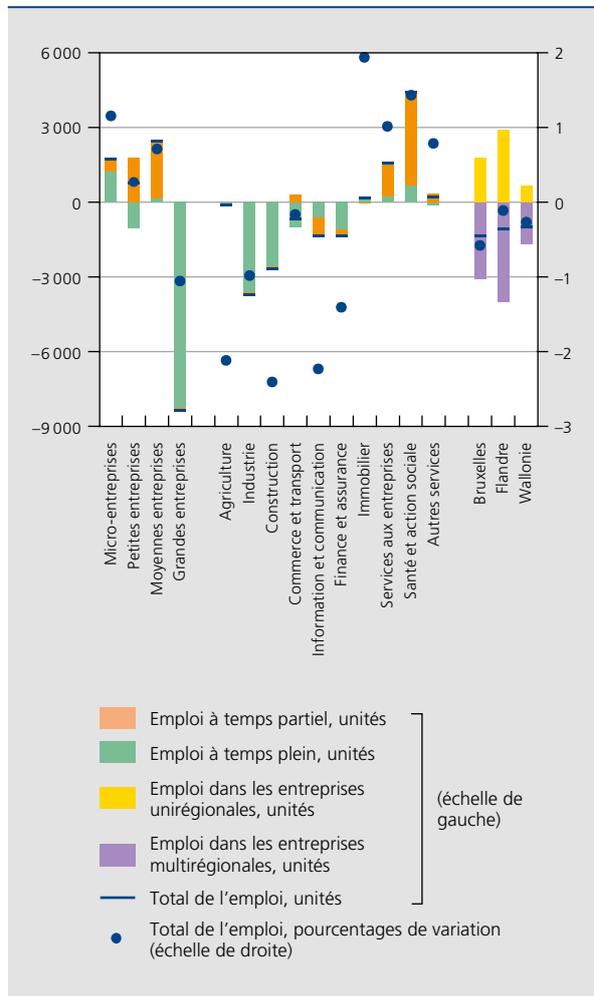
Une répartition de l'emploi selon la région où il est exercé<sup>(1)</sup> montre que le personnel occupé a diminué dans chacune des trois régions du pays. L'ampleur de la baisse exprimée en unités n'est pas très différente : un peu plus de 1 000 emplois ont été perdus en Flandre et en Wallonie, et environ 1 300 à Bruxelles. Exprimée en pourcentage, elle est néanmoins plus importante dans la capitale (-0,6 %) que dans les deux autres régions (respectivement -0,3 % en Wallonie et -0,1 % en Flandre). Partout, le dynamisme des entreprises unirégionales en matière de création d'emplois a été insuffisant pour compenser la réduction des effectifs dans les sociétés implantées dans plusieurs régions. Les premières sont majoritairement de taille réduite (22 travailleurs en moyenne) et sont principalement spécialisées dans le commerce et le transport (de 21 à 24 % de l'emploi selon la région) et la santé et l'action sociale (de 19 à 28 %). À ces deux branches s'ajoutent l'industrie en Wallonie et en Flandre (respectivement 27 et 28 %) et les services aux entreprises à Bruxelles (20 %). Les entreprises implantées dans plusieurs régions sont pour leur part essentiellement des firmes de grande taille (556 travailleurs en moyenne) actives dans le commerce et le transport (36 % du total), l'industrie (19 %) ou la finance et l'assurance (16 %), trois branches où l'emploi s'est contracté dans des proportions diverses.

Au total, à Bruxelles, ce sont surtout les évolutions négatives observées dans les branches « commerce et transport », « finance et assurance », et « information et communication » qui ont pesé sur la situation globale. Dans les deux autres régions, le recul de l'emploi s'explique surtout par le tassement des effectifs dans l'industrie et dans la construction. En Wallonie, une dégradation de l'emploi dans le commerce et le transport a également été

(1) La méthode de régionalisation de l'emploi et les caractéristiques des entreprises unirégionales et multirégionales sont présentées à l'annexe 1, section 2.

**GRAPHIQUE 7** ÉVOLUTION DE L'EMPLOI ENTRE LA FIN DE 2012 ET LA FIN DE 2013 : VENTILATION SELON LA TAILLE, L'ACTIVITÉ ET L'IMPLANTATION DES ENTREPRISES<sup>(1)</sup>

(données au 31 décembre, population réduite)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les entreprises unirégionales sont celles dont le siège social et le(s) siège(s) d'exploitation sont installés dans une seule région. Elles représentaient 98,3 % des entreprises de la population réduite en 2013, soit 49 526 firmes. Les 839 entreprises restantes, dites multirégionales, sont implantées dans plus d'une région. Leurs effectifs au 31 décembre ont été partagés entre les trois régions en fonction d'une clé de répartition basée sur les données par établissement collectées par l'ONSS, lesquelles permettent à l'ICN de ventiler l'emploi selon les arrondissements où une firme a son siège social et son(s) siège(s) d'exploitation. À la fin de 2013, 61 % des travailleurs issus de la population réduite d'entreprises étaient occupés en Flandre, 24,2 % en Wallonie et 14,7 % à Bruxelles.

enregistrée, alors qu'un mouvement inverse s'est produit en Flandre. L'accroissement de l'emploi dans la branche « santé et action sociale », particulièrement soutenu en Flandre et en Wallonie, et dans celle des services aux entreprises, n'a suffi, dans aucune des trois régions, à endiguer ces évolutions négatives.

Une ventilation de l'emploi selon les caractéristiques des travailleurs montre que les effectifs masculins ont reculé de 0,7 % entre 2012 et 2013 dans les entreprises de la

population réduite, tandis que, dans le même temps, le nombre de femmes occupées s'est accru de 0,4 %. Ces évolutions sont conformes à celles observées dans les diverses branches d'activité. Celles où des emplois ont été perdus sont aussi celles où les effectifs masculins sont dominants, tandis que celles où des emplois ont été créés sont celles où les femmes sont proportionnellement les plus nombreuses, même si quantité de travailleurs masculins supplémentaires y ont également été embauchés en 2013. Au total, la part relative des femmes a augmenté, de l'ordre de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'année précédente, de sorte que, à la fin de 2013, elles représentaient 43 % des effectifs de la population réduite. Pour les hommes comme pour les femmes, la baisse des effectifs à temps plein s'est accompagnée d'une hausse du personnel à temps partiel. La part relative du travail à temps partiel s'est par conséquent élargie pour les deux sexes, pour s'établir à 12,2 % des effectifs masculins (+0,2 point de pourcentage) et à 54,2 % du personnel féminin (+0,3 point). Au total, la proportion de travailleurs à horaire réduit est passée de 29,9 à 30,3 % des salariés.

Le repli des effectifs entre les 31 décembre 2012 et 2013 s'est traduit par une nette régression du nombre de travailleurs sous contrat permanent, de 0,3 %, soit 4 102 personnes. Ce type de personnel reste néanmoins très largement prédominant, puisqu'il constituait encore 94 % des effectifs à la fin de 2013. Le nombre de travailleurs temporaires – c'est-à-dire les personnes occupées sous contrat à durée déterminée, de remplacement ou pour l'exécution d'un travail défini – a en revanche progressé de 0,8 %, ce qui correspond à un peu plus de 700 travailleurs supplémentaires.

Une ventilation du personnel par catégorie professionnelle montre que les ouvriers – très présents dans l'industrie et dans la construction, où l'emploi s'est contracté – ont vu leurs effectifs se réduire de 1,1 %, ce qui signifie que 6 825 emplois ont été perdus. Par contre, le nombre d'employés a légèrement augmenté, de 0,2 %, ou 2 115 personnes. Le nombre de postes de direction et celui des emplois repris sous la catégorie « autres » – un groupe résiduel qui comprend notamment les stagiaires et les apprentis – ont crû à un rythme nettement plus soutenu (soit respectivement 2,8 et 6,8 %), mais au départ de contingents plus petits. À la fin de 2013, les ouvriers représentaient 40,1 % du total des effectifs (soit 0,3 point de pourcentage de moins que l'année précédente) et les employés 57,7 % (contre 57,5 % au 31 décembre 2012). Les deux autres catégories regroupaient ensemble 2,2 % des travailleurs de la population réduite.

**TABLEAU 4** ÉVOLUTION DE L'EMPLOI ENTRE LA FIN DE 2012 ET LA FIN DE 2013 :  
VENTILATION SELON LES CARACTÉRISTIQUES DES TRAVAILLEURS

(données au 31 décembre, population réduite)

	Variations entre 2012 et 2013		Niveaux en 2013	
	Pourcentages	Unités	Pourcentages du total	Unités
<b>Total du personnel inscrit<sup>(1)</sup></b> .....	<b>-0,2</b>	<b>-3 398</b>	<b>100,0</b>	<b>1 566 307</b>
Ventilation selon le genre				
Hommes .....	-0,7	-6 332	57,0	892 569
Femmes .....	0,4	2 934	43,0	673 738
Ventilation selon le type de contrat				
Personnel permanent .....	-0,3	-4 102	94,0	1 472 321
Personnel temporaire <sup>(2)</sup> .....	0,8	704	6,0	93 986
Ventilation selon la catégorie professionnelle				
Ouvriers .....	-1,1	-6 825	40,1	628 336
Employés .....	0,2	2 115	57,7	904 142
Personnel de direction .....	2,8	636	1,5	23 177
Autres <sup>(3)</sup> .....	6,8	676	0,7	10 652

Source : BNB (bilans sociaux).

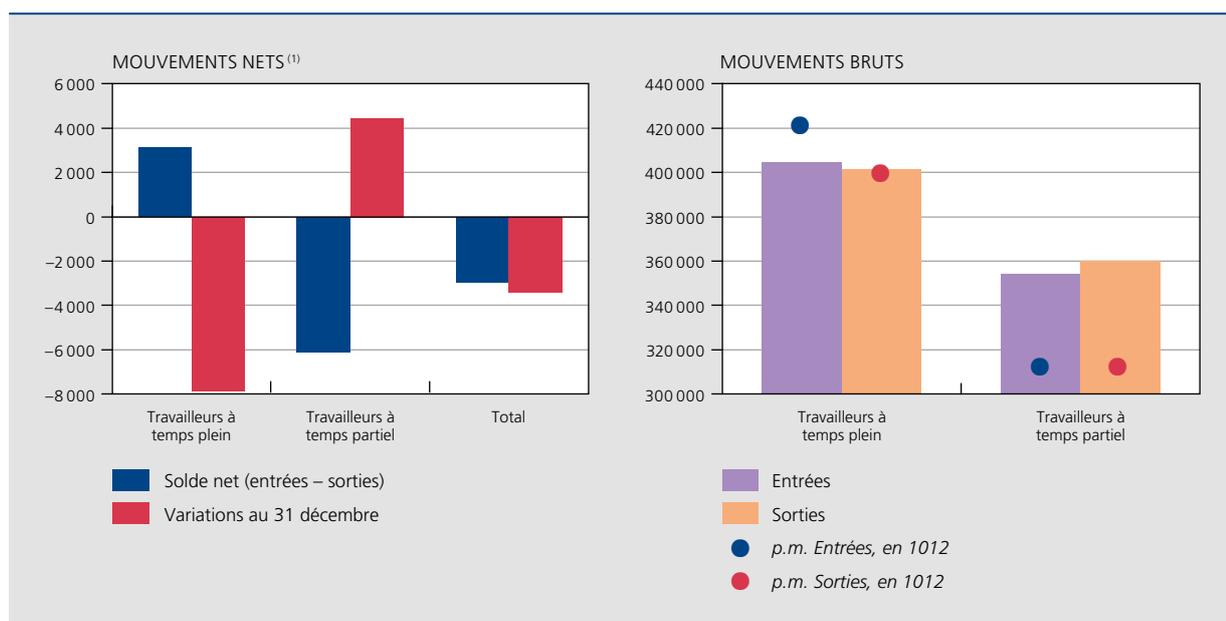
(1) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(2) Contrats à durée déterminée, contrats de remplacement et contrats pour l'exécution d'un travail défini.

(3) Catégorie résiduaire, comprenant entre autres les stagiaires et les apprentis.

**GRAPHIQUE 8** ENTRÉES ET SORTIES DE PERSONNEL EN 2013

(unités, population réduite)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) En raison d'erreurs dans les bilans sociaux déposés, les variations à un an d'écart du personnel occupé au 31 décembre ne sont pas toujours égales au solde des entrées et sorties de personnel enregistrées au cours de l'exercice.

La faible variation des effectifs au 31 décembre masque l'ampleur des mouvements de personnel ayant eu lieu pendant l'année – lesquels sont mesurés par les entrées et sorties brutes de salariés en cours d'exercice – et les réallocations de travailleurs entre régimes de travail. En ce qui concerne ces dernières, alors que la variation des effectifs au 31 décembre fait état d'une baisse des effectifs à temps plein (-7 853 unités) et d'une hausse de ceux occupés à temps partiel (+4 455 unités), le solde des mouvements bruts de personnel fait apparaître une image inverse, où des entrées nettes de personnel à temps plein, à concurrence de 3 117 unités, côtoient des sorties nettes de travailleurs à temps partiel, à hauteur de 6 074 unités, ce qui suggère que, à l'instar des années précédentes, des salariés à temps plein ont glissé vers un régime à horaire réduit en cours d'année.

Au total, les flux bruts d'entrées et de sorties représentent près de la moitié des effectifs totaux. Cela ne signifie naturellement pas qu'un travailleur sur deux change d'emploi au cours d'un exercice comptable puisque certains emplois, par exemple ceux occupés par des travailleurs sous contrat temporaire, d'étudiant, de stage ou d'apprentissage, impliquent une rotation plus importante que d'autres. Ces mouvements bruts se sont révélés plus amples en 2013 qu'en 2012. Les entrées de personnel ont concerné au total 758 670 travailleurs au cours de l'exercice 2013, soit environ 19 000 de plus que l'année précédente. Les sorties de travailleurs, légèrement supérieures aux entrées, ont touché 761 627 personnes, soit 46 000 unités de plus qu'en 2012. Les flux de travailleurs à temps plein expliquent plus de la moitié des mouvements, soit 53,3 % dans le cas des entrées et 52,7 % dans le cas des sorties.

## 2.1.2 Dans les entreprises déposant un schéma complet

Les données communiquées par les entreprises tenues de déposer un schéma complet permettent d'affiner les caractéristiques de l'ensemble de la main-d'œuvre occupée car ils comportent des informations additionnelles sur le recours à des travailleurs externes, qu'il s'agisse de personnel intérimaire ou mis à disposition par une autre société. Ils fournissent aussi des renseignements détaillés sur les particularités des salariés ayant rejoint ou quitté ces sociétés au cours de l'exercice.

### 2.1.2.1 Travailleurs inscrits, travailleurs externes

Les travailleurs inscrits représentent la part du lion des forces de travail auxquelles font appel les sociétés qui déposent un schéma complet: en 2013, ces salariés formaient 95,9 % du volume total de l'emploi exprimé en ETP, auquel s'ajoutaient le personnel intérimaire (3,3 % du total) et le personnel mis à disposition (0,9 %).

Au total, le volume des forces de travail mises en œuvre est resté stable entre 2012 et 2013 (+234 ETP à peine). Le personnel mis à disposition a augmenté de 2,3 %. Étant donné qu'il s'agit d'un effectif réduit au départ, ce dernier ne s'est en fine accru que de 231 ETP supplémentaires. Le personnel inscrit a affiché une hausse exprimée en pourcentage de variation très modérée, de 0,2 %, mais qui correspond à 1 781 ETP de plus. Par contre, le recours à l'emploi intérimaire, dont le volume est plus facilement ajustable aux variations conjoncturelles que celui de l'emploi classique, a reculé de 4,4 % à la suite de la faible croissance de l'activité en 2013, ce qui s'est traduit par la perte de 1 779 emplois ETP.

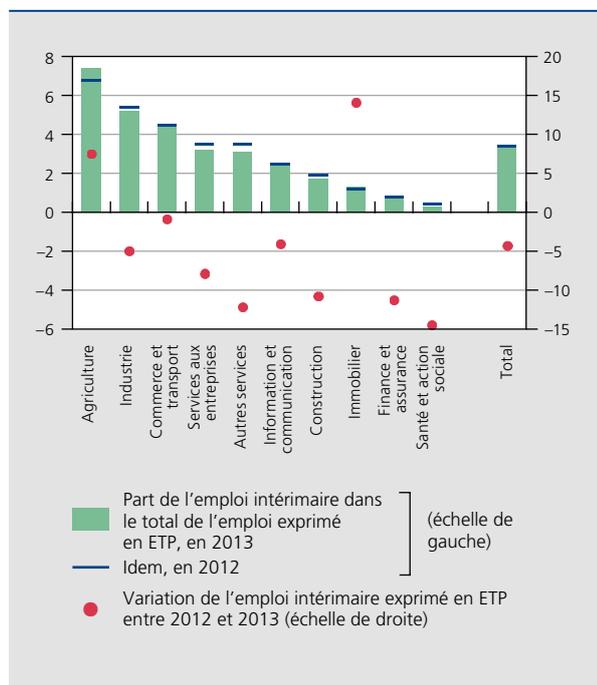
**TABLEAU 5** ÉVOLUTION DE L'EMPLOI EXPRIMÉ EN ETP DANS LES ENTREPRISES DÉPOSANT UN SCHÉMA COMPLET  
(moyennes annuelles, population réduite)

	Variations entre 2012 et 2013		Niveaux en 2013	
	Pourcentages	Unités	Pourcentages du total	Unités
Personnel inscrit <sup>(1)</sup> .....	0,2	1 781	95,9	1 131 977
Personnel intérimaire .....	-4,4	-1 779	3,3	38 435
Personnel mis à disposition .....	2,3	231	0,9	10 395
<b>Total</b> .....	<b>0,0</b>	<b>234</b>	<b>100,0</b>	<b>1 180 308</b>

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

**GRAPHIQUE 9 EMPLOI INTÉrimAIRE DANS LES ENTREPRISES DÉPOSANT UN SCHEMA COMPLET : VENTILATION SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ**  
(pourcentages, population réduite)



Source : BNB (bilans sociaux).

Seule une faible proportion des 10 794 entreprises déposant un schéma complet signalent qu'elles ont fait appel à du personnel mis à disposition. En 2013, elles étaient 459 dans cette situation, soit à peine 4,3 % du total. Cette pratique est par ailleurs concentrée dans un petit nombre de branches d'activité, à savoir le commerce et le transport (48 % des travailleurs mis à disposition au cours de cet exercice) et la santé et l'action sociale (31 %). Dans ces branches, cette catégorie de personnel représente respectivement 1,8 et 1,5 % du volume de l'emploi exprimé en ETP.

Les renseignements relatifs au personnel intérimaire occupé émanent d'un peu plus de 6 000 firmes, soit 56 % de celles qui ont déposé un bilan social complet pour 2013. Le volume de l'emploi intérimaire exprimé en ETP est retombé de 40 214 à 38 435 unités entre 2012 et 2013. Selon les bilans sociaux, toutes les branches d'activité, à l'exception de l'agriculture et de l'immobilier (toutes deux marginales), ont contribué à l'évolution négative de l'emploi intérimaire, mais quatre d'entre elles sont responsables de 84 % de la contraction.

L'industrie, qui employait à elle seule 46 % des 40 214 ETP intérimaires enregistrés dans les bilans sociaux en 2012,

est à l'origine de plus de la moitié de la contraction du volume total de ce type de personnel, soit une perte de 945 postes ETP ou de 5,1 % du volume de départ de la branche. La part du travail intérimaire y est revenue de 5,4 à 5,2 % de l'emploi ETP entre 2012 et 2013. La branche des services aux entreprises a également largement contribué à la baisse – près de 300 emplois intérimaires exprimés en ETP y ont été perdus –, de même que les branches de la construction et du commerce et du transport (respectivement 135 et 140 postes ETP supprimés). Dans les deux premières branches, cela s'est traduit par un recul du taux de pénétration de l'intérim, de 3,5 à 3,2 % pour les services aux entreprises et de 1,9 à 1,7 % pour la construction. Dans la branche du commerce et du transport – où le travail intérimaire joue aussi un rôle important puisque 35 % du total des intérimaires y sont occupés –, la part relative de ces travailleurs dans le volume de l'emploi est en revanche restée stable, à 4,4 %.

### 2.1.2.2 Mouvements de personnel

Comme pour l'ensemble des entreprises, le rythme de progression de l'emploi dans les sociétés qui déposent un schéma complet s'est ralenti en cours d'année : l'accroissement de 0,2 % en moyenne annuelle du personnel inscrit a cédé la place, à la fin de l'exercice 2013, à un recul sensible de ces effectifs. Les mouvements de personnel en cours d'année montrent que le nombre de travailleurs qui ont quitté leur employeur au cours de l'exercice 2013 (soit 412 828 personnes) a été supérieur à celui des nouveaux engagements (407 332 unités) ; la différence se monte à 5 496 personnes. Cette évolution tranche avec celle constatée l'année précédente dans les mêmes entreprises, au cours de laquelle un solde positif, équivalant à 15 309 travailleurs supplémentaires, avait encore été observé.

Des entrées nettes de personnel temporaire ont pourtant à nouveau été enregistrées en 2013, à concurrence d'un peu plus de 12 000 unités, comme en 2012. Il convient de noter que la stabilité de ce solde masque un gonflement de l'ordre de 8 à 9 % des flux d'entrées comme de sorties de travailleurs temporaires. En revanche, les mouvements de personnel permanent font apparaître des sorties nettes, à hauteur de 18 105 unités, alors que des entrées avaient été comptabilisées en 2012. Le flux des travailleurs permanents qui ont quitté leur entreprise s'est pourtant replié de 2,3 % par rapport à 2012 ; l'ampleur du solde négatif s'explique donc surtout par de la forte diminution des entrées, qui a atteint plus de 15 %. Il semble par conséquent que les employeurs se soient montrés plus attentistes, préférant combler leurs besoins en personnel par un recours accru à du personnel temporaire, quitte à renouveler ces contrats si nécessaire, plutôt que par des engagements de personnel permanent, dont le volume

est plus difficile à adapter aux fluctuations conjoncturelles de l'activité.

Les entrées et sorties de travailleurs temporaires ont dès lors représenté l'essentiel des mouvements de personnel dans les entreprises déposant un schéma complet en 2013, soit respectivement 66,3 et 62,3 % pour les entrées et les sorties. L'importance relative de ces contrats de travail est néanmoins restée limitée, à 5,3 % du personnel, car il s'agit en partie de postes pour lesquels la rotation du personnel est très élevée (par exemple les jobs d'étudiant, les places de stage et d'apprentissage) ou de missions répondant à un cahier des charges précis, de sorte que les postes de travail concernés disparaissent dès que la tâche à accomplir a été exécutée.

Le nombre total des sorties de travailleurs au cours de l'exercice a atteint 32,9 % des effectifs occupés en début d'année. Même si les travailleurs temporaires, étant donné la nature de leur contrat de travail, sont plus exposés aux rotations que les travailleurs permanents, la relation qui lie ces derniers à leur employeur peut également être rompue, notamment parce qu'ils sont en fin de carrière, souhaitent changer d'emploi ou encore sont licenciés. En 2013, 13 % des travailleurs permanents ont quitté leur entreprise, contre 13,4 % l'année précédente. Cette régression tient au contexte conjoncturel peu porteur en 2013 : les licenciements y ont certes été proportionnellement plus nombreux qu'en 2012, mais, surtout, les démissions spontanées se sont très nettement repliées, les perspectives d'embauche à durée indéterminée étant moins favorables.

**TABLEAU 6** ENTRÉES ET SORTIES DE PERSONNEL INSCRIT<sup>(1)</sup> DANS LES ENTREPRISES DÉPOSANT UN SCHÉMA COMPLET

(données au 31 décembre, population réduite)

	2012	2013
<b>Entrées (unités)</b>		
Total .....	411.484	407.332
dont: Personnel permanent ..	162.235	137.426
<b>Sorties (unités)</b>		
Total .....	396.175	412.828
dont: Personnel permanent ..	159.273	155.531
<b>Entrées nettes (unités)</b>		
Total .....	15.309	-5.496
dont: Personnel permanent ..	2.962	-18.105
<b>Taux de rotation<sup>(2)</sup> (pourcentages)</b>		
Total .....	32,0	32,9
dont: Personnel permanent ..	13,4	13,0
<b>Motifs des sorties (pourcentages du total)</b>		
Pension .....	3,1	3,0
Chômage avec complément d'entreprise .....	1,6	1,6
Licenciement .....	9,3	11,4
Fin d'un contrat temporaire <sup>(3)</sup> ..	59,8	62,3
Autres motifs <sup>(4)</sup> .....	26,2	21,6

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(2) Rapport entre le nombre de sorties de travailleurs enregistrées au cours de l'exercice et les effectifs en début d'exercice.

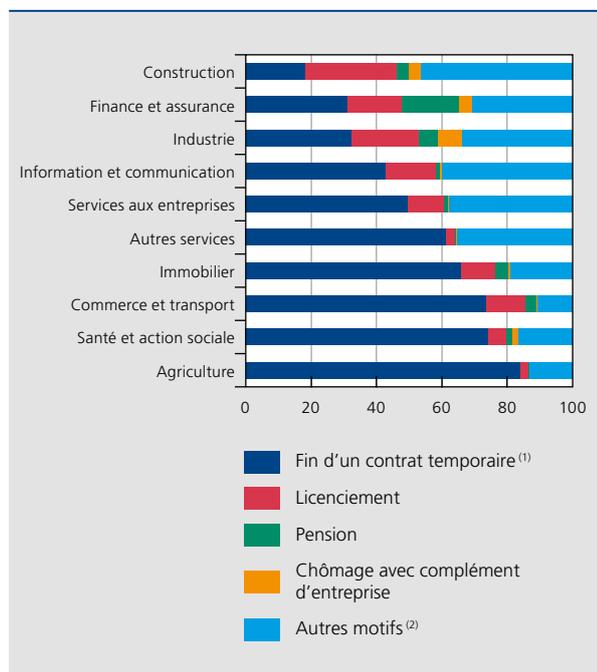
(3) Contrat à durée déterminée, de remplacement ou pour l'exécution d'un travail défini.

(4) Départs spontanés, décès en fonction.

Au total, les sorties de personnel ont concerné près de 413 000 personnes en 2013, soit 16 653 de plus qu'en 2012. L'accroissement a été particulièrement vif pour les licenciements, dont le volume a gonflé de 28 %, soit 10 327 personnes de plus qu'au cours de l'exercice précédent. Les sorties consécutives à des fins de contrats temporaires ont également crû, de 8,6 %, ce qui représente 20 395 sorties additionnelles. En revanche, le nombre de sorties pour un « autre motif », soit les départs à l'initiative du travailleur ou de commun accord entre les parties et les décès en fonction, a reculé de 14,3 %, soit 14 851 unités. Ces variations, de grande ampleur, ont sensiblement modifié la répartition des sorties par motif. Alors que moins de 10 % des départs faisaient suite à un licenciement en 2012, cette part s'est élevée à 11,3 % en 2013. La proportion des sorties pour fin de contrat temporaire est pour sa part passée de 59,8 à 62,3 %. En revanche, celle concernant les « autres motifs » s'est sensiblement rétrécie, retombant à 21,6 % des sorties en 2013, contre 26,2 % l'année précédente. Les parts relatives des sorties consécutives à une mise à la pension – 3 % en 2013 – ou au régime de chômage avec complément d'entreprise (anciennement dénommée prépension) – 1,6 % – n'ont pas ou peu évolué.

Une grande partie des sorties de personnel enregistrées en 2013 étaient concentrées dans les branches « commerce et transport » (40 %), « santé et action sociale » (22 %) et « services aux entreprises » (12 %), de même que dans l'industrie (9 %). Dans les deux premières, près des trois quarts des sorties sont liées à la fin d'un contrat de travail temporaire. Dans les services aux entreprises, cette modalité n'est citée que pour la moitié des sorties, tandis que les « autres motifs » (surtout des démissions spontanées) expliquent 37,5 % des départs. Dans l'industrie, les deux modalités précitées sont chacune

**GRAPHIQUE 10** MOTIFS DES SORTIES EN 2013 DANS LES ENTREPRISES DÉPOSANT UN SCHEMA COMPLET: VENTILATION SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ (pourcentages du total, population réduite)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Contrat à durée déterminée, de remplacement ou pour l'exécution d'un travail défini.

(2) Départs spontanés, décès en fonction.

la cause d'un tiers des sorties, tandis que les licenciements concernent 20,6% des cas. Les licenciements ne sont proportionnellement plus nombreux que dans la construction, où ils sont responsables de 27,9% des départs. L'industrie et la construction se sont également défaites d'une partie importante de leur personnel par le biais des mises à la pension (respectivement 5,9 et 3,9% des départs) ou au chômage avec complément d'entreprise (respectivement 7,4 et 3,5%). Dans les autres branches, les sorties ont été plus limitées. Il convient de noter la répartition singulière des départs dans la branche « finance et assurance », qui poursuit sa restructuration après la crise financière: en 2013, 21,7% du flux total trouve son origine dans des départs à la retraite et des mises au chômage avec complément d'entreprise (dont 17,7% pour les premiers) et 16,3% dans des licenciements ordinaires.

## 2.2 Formation

La première section de ce chapitre consiste en un état des lieux des travaux de la commission du groupe d'experts « Compétitivité et emploi » (GECE), qui s'attache à mesurer

les efforts de formation des entreprises du secteur privé: à la suite du rapport paru en juillet 2013 (GECE, 2013), le groupe a en effet reçu pour mission de poursuivre ceux-ci en 2014. La seconde section commente les évolutions des indicateurs de formation observés entre les exercices 2012 et 2013 au sein des firmes de la population réduite.

### 2.2.1 Évaluation des efforts de formation du secteur privé: état des lieux des travaux du GECE

En Belgique, les efforts des entreprises du secteur privé en matière de formation sont encadrés depuis de nombreuses années par des objectifs quantitatifs. Il a ainsi été convenu que les dépenses de formation doivent représenter 1,9% de la masse salariale, faute de quoi les sociétés dont les efforts se révèlent insuffisants sont passibles d'une amende sous la forme d'une cotisation supplémentaire destinée à financer le système du congé-éducation payé. Ce mécanisme de sanction est mis en œuvre dès lors que l'objectif financier n'est pas atteint collectivement par les firmes du secteur privé.

En 2013, le groupe d'experts « Compétitivité et emploi », ou GECE, constitué à l'initiative du Gouvernement au début de janvier 2013, s'était notamment intéressé à la problématique de la mesure des efforts financiers des sociétés en faveur de la formation<sup>(1)</sup>, le cadre légal se prêtant en effet à diverses interprétations qui ne permettaient pas de trancher quant à la réalisation ou non de l'objectif de 1,9%.

Sur la base des données globalisées relatives à l'exercice 2012 publiées par la Centrale des bilans – qui portent sur l'ensemble des bilans sociaux déposés pour cet exercice, quels qu'en soient le jour et le mois de clôture, indépendamment de la taille et de l'activité de l'entreprise –, les dépenses de formation représentaient 1,58% des frais de personnel, tous types de formation confondus<sup>(2)</sup>, dont 1,07% pour la seule formation formelle. Selon la dernière enquête CVTS<sup>(3)</sup> disponible, les coûts liés aux cours externes et internes (un concept qui correspond à celui de formation formelle) se sont

(1) Cf. GECE, 2013. En dehors de l'analyse de l'objectif de formation, le groupe devait aussi se prononcer sur l'impact des subventions qui allègent les charges salariales en Belgique et dans les pays voisins et sur les différences en termes de coûts salariaux et de productivité par branche d'activité observées entre la Belgique et les pays voisins.

(2) Les bilans sociaux distinguent trois types de formation. La formation formelle recouvre les cours et stages conçus et dispensés par des formateurs dans des locaux distincts du lieu de travail. La formation informelle reprend les autres activités d'apprentissage planifiées en fonction des besoins propres de l'apprenant, y compris la formation en milieu de travail. La formation initiale est destinée aux personnes occupées dans des systèmes alternant formation et travail en entreprise en vue de l'obtention d'un diplôme.

(3) L'enquête CVTS (Continuing Vocational Training Survey) est une enquête européenne harmonisée qui vise à mesurer les efforts de formation des entreprises à l'égard de leurs travailleurs. Elle a lieu tous les cinq ans. Les derniers résultats disponibles ont trait à 2010. Les résultats pour la Belgique sont publiés par le SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie: [http://statbel.fgov.be/fr/modules/publications/statistiques/marche\\_du\\_travail\\_et\\_conditions\\_de\\_vie/enquete\\_sur\\_la\\_formation\\_professionnelle\\_continue.jsp](http://statbel.fgov.be/fr/modules/publications/statistiques/marche_du_travail_et_conditions_de_vie/enquete_sur_la_formation_professionnelle_continue.jsp).

chiffrés à 2,4 % de la masse salariale en 2010. Les deux sources statistiques procurent donc des résultats très dissemblables, même s'ils sont basés sur des concepts identiques. Dans le cadre des travaux de 2013 et du prolongement de ceux-ci jusqu'à l'automne de 2014, les experts ont identifié plusieurs facteurs de divergence.

Les populations étudiées sont l'un de ces facteurs. L'enquête CVTS s'applique aux entreprises de plus de dix travailleurs qui opèrent dans les branches d'activité B à N et R à S de la nomenclature NACE-Rév.2, alors que les globalisations établies à partir des bilans sociaux sont quasiment exhaustives<sup>(1)</sup>.

Les experts ont aussi mis en évidence que certaines grandeurs apparaissant dans les bilans sociaux étaient manifestement sous-évaluées par rapport à celles communiquées dans l'enquête CVTS, même si les définitions qui figurent dans la notice méthodologique du bilan social sont calquées sur celles appliquées au niveau européen pour l'enquête. C'est le cas pour les coûts directs (en raison de l'omission, par de nombreuses sociétés, de tout ou partie de la composante liée aux rémunérations du personnel au cours de la formation), ainsi que pour les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs (qui ne sont pas renseignés pour un grand nombre de firmes en dépit du fait qu'ils soient obligatoires). Des corrections pourraient être appliquées aux informations figurant dans les bilans sociaux afin de prendre en compte les données manquantes au niveau des dépenses. Il n'en demeure pas moins que le nombre d'heures de formation rapporté dans les bilans sociaux et celui mentionné dans l'enquête CVTS divergent aussi fortement pour un certain nombre d'entreprises qui ont complété les deux formulaires, sans qu'il soit possible de déterminer laquelle des deux sources est la plus proche de la réalité. Ceci pourrait s'expliquer par le fait que les personnes qui répondent à l'enquête CVTS et celles qui remplissent le bilan social ne sont pas nécessairement les mêmes, ce qui est source de divergences dans l'interprétation des consignes et dans les choix méthodologiques qui en découlent. Les premières, le plus souvent responsables des ressources humaines ou de la formation dans les

entreprises considérées, sont assistées par les enquêteurs dans le processus de reporting. Le profil des secondes n'est quant à lui pas clairement défini. Dans de nombreux cas, les bilans sociaux sont remplis par des secrétariats sociaux pour ce qui est du personnel (nombre de travailleurs, durée des prestations, rémunérations), mais ce sont les entreprises elles-mêmes qui complètent les rubriques relatives à la formation, sans que l'exhaustivité et l'exactitude des données ne soient vérifiées. En effet, seules les grandes entreprises et les très grandes associations et fondations sont soumises au contrôle obligatoire d'un réviseur d'entreprises. Le cas échéant, celui-ci n'est tenu que de vérifier la correspondance des documents comptables de l'entreprise (par exemple les factures) avec les montants repris dans les comptes annuels. Il n'est dès lors pas étonnant que des manquements, des imprécisions ou des erreurs soient constatés dans les bilans sociaux. Ces derniers restent néanmoins la seule et unique source d'information disponible sur une base annuelle pour apprécier les évolutions de la politique de formation des sociétés.

## 2.2.2 Résultats issus des bilans sociaux 2013

Les résultats présentés dans cette section reposent sur les données relatives à la formation communiquées par les entreprises de la population réduite<sup>(2)</sup>. Étant donné la prédominance, dans la population réduite, de sociétés de grande taille qui, d'une part, investissent en moyenne davantage dans la formation de leurs collaborateurs et, d'autre part, sont proportionnellement plus nombreuses à rapporter leurs initiatives de formation, les niveaux des indicateurs calculés au départ de cette population ne peuvent être comparés à ceux obtenus sur la base des globalisations de la Centrale des bilans, qui se fondent sur les populations exhaustives. Les évolutions qui y sont observées constituent néanmoins de bonnes approximations de celles attendues pour l'ensemble des firmes.

### 2.2.2.1 Indicateurs de formation dans l'ensemble des entreprises

Le nombre de firmes formatrices<sup>(3)</sup> s'est accru dans la population réduite, passant de 12 777 unités en 2012 à 13 072 en 2013, soit 26 % du total des sociétés de la population réduite en 2013. Il s'agit d'une population mouvante d'une année à l'autre, non seulement parce que de nouvelles entreprises formatrices apparaissent, mais aussi parce que toutes les firmes ne rapportent pas leurs efforts de formation pour les deux exercices consécutifs. Elles étaient 10 138 dans ce cas parmi la population réduite, soit 78 % des entreprises comptabilisées comme formatrices en 2013. Les autres n'ont mentionné des travailleurs en formation que pour 2012 ou pour 2013. Il en résulte

(1) Parmi les sociétés, seules les ASBL, les fondations et les autres personnes de droit privé qui occupent moins de 20 ETP sont dispensées de l'obligation de remplir un bilan social.

(2) Les données communiquées par les firmes font l'objet d'une série de contrôles à l'entrée lors du dépôt à la Centrale des bilans. Le cas échéant, les erreurs manifestes (unités erronées, inversion de rubriques, etc.) sont corrigées en préservant la cohérence de l'ensemble. Lorsque cette dernière ne peut être assurée dans les délais impartis, les données sont mises à 0, de façon à neutraliser les effets des erreurs constatées. Aucune correction n'est cependant appliquée aux bilans sociaux pour compenser des données manquantes.

(3) Une entreprise est formatrice dès lors que le nombre de bénéficiaires d'une activité de formation formelle, informelle ou initiale est positif. Les entreprises qui rapportent des coûts de formation positifs (en raison du paiement de cotisations liées à la formation ou de versements à des fonds collectifs) sans que des travailleurs n'aient été formés ne sont donc pas comptabilisées parmi les entreprises formatrices.

que les grandeurs relatives à la formation varient à la fois en raison de modifications dans la politique de formation des sociétés et de changements dans la population des entreprises formatrices.

Un tiers des entreprises formatrices combinent différents types de formations. Le nombre de celles qui mentionnent des travailleurs en formation formelle et/ou informelle a augmenté d'un exercice à l'autre, de respectivement 345 et 157 unités. En 2013, 18,9 % des entreprises de la population réduite ont ainsi proposé des formations de type formel à leurs travailleurs, contre 18,2 % un an plus tôt. La proportion d'entreprises formatrices informelles s'est quant à elle établie à 11,1 % en 2013, en progression de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'année précédente. En revanche, pour la formation initiale, on note une légère baisse du nombre d'entreprise formatrices (-59 unités), dont l'importance relative s'est élevée à 5,7 % du total des firmes en 2013. Même si ce ratio est faible, il n'en demeure pas moins probable que le nombre d'entreprises participant à des programmes de formation initiale soit surestimé. Chaque année, la Centrale des bilans repère en effet des firmes qui reprennent dans cette catégorie de formation les modules d'accueil destinés à leur nouveaux travailleurs, alors que celle-ci ne devrait inclure que les heures prestées en entreprise par les stagiaires et apprentis qui suivent un cursus combinant formation en établissement d'enseignement et expérience pratique en milieu de travail.

La proportion des entreprises formatrices varie sensiblement selon les branches d'activité: 12 % seulement des firmes de l'agriculture mentionnent des travailleurs en formation, tandis que, à l'autre extrême, 43 % des sociétés actives dans la santé et l'action sociale sont formatrices. Le taux d'entreprises formatrices est supérieur à la moyenne dans l'industrie (38 %) et dans la branche « information et communication » (33 %). Dans celle des services aux entreprises, il est tout juste égal à la moyenne. Ailleurs, il oscille aux alentours de 22 ou 23 %.

Au total, en 2013, 43,9 % des travailleurs occupés dans les entreprises de la population réduite ont pris part à une ou plusieurs activités de formation formelle. Dans le même temps, 24,9 % des salariés ont bénéficié d'une formation informelle et 1,2 % d'un programme de formation initiale. Si le taux de participation à la formation formelle a progressé de 0,9 point de pourcentage, les ratios relatifs à la formation informelle et à la formation initiale se sont inscrits en recul, de respectivement 0,6 et 0,1 point de pourcentage. Il convient de noter que les données disponibles dans les bilans sociaux ne permettent pas de calculer un taux de participation agrégé, les travailleurs qui, au cours du même exercice, ont suivi différents

types de formation étant comptabilisés dans chacun des tableaux *ad hoc*.

Parmi la batterie d'indicateurs destinés à évaluer la politique de formation des firmes, la part des entreprises formatrices permet avant tout de mesurer l'implication de ces dernières dans le reporting de leurs activités de formation, laquelle n'est cependant pas en lien direct avec l'importance des efforts consentis par les firmes en la matière, contrairement aux indicateurs de participation, de durée ou de coût. Ainsi, alors que la proportion d'entreprises formatrices est d'ampleur similaire dans les branches « finance et assurance » et « construction » – qui occupent chacune 6 à 7 % du personnel de la population réduite –, la proportion de travailleurs qui ont suivi des formations de type formel est plus de deux fois plus élevée dans la première (65,6 %) que dans la seconde (27,5 %); pour la formation informelle, le rapport est de 3 à 1. Par ailleurs, le taux de participation à la formation formelle est similaire dans les branches « santé et action sociale », « information et communication » et dans l'industrie – soit un peu plus de la moitié des travailleurs concernés –, alors que la part des entreprises formatrices y est très différente. Il est vrai que les taux de participation à la formation informelle n'y sont pas homogènes. Ce type d'activité est particulièrement répandu dans les branches « finance et assurance » (39,3 %) et « santé et action sociale » (35,1 %), même s'il y reste moins fréquent que la formation formelle. L'industrie, avec 29,2 %, complète le trio de tête. Dans chacune des autres branches, moins d'un cinquième du personnel a bénéficié de ce type d'initiative.

La participation des travailleurs à la formation initiale est par définition plus présente dans les branches où les métiers qui s'apprennent par le canal de l'apprentissage sont répandus. C'est le cas dans la construction, où 2,1 % des travailleurs sont engagés dans le cadre de tels programmes, mais aussi dans l'agriculture (1,6 %) et dans les autres services – qui incluent les services aux personnes, comme par exemple la coiffure et les soins de beauté – (1,5 %), de même que dans l'industrie et la branche « commerce et transport » (1,4 % chacune). En revanche, dans la branche « santé et action sociale » – où une grande partie des étudiants qui veulent devenir professionnels de la santé acquièrent une expérience pratique par le biais de stages non rémunérés, et donc non répertoriés dans le bilan social – et dans les branches « services aux entreprises » et « finance et assurance », moins de 1 % des travailleurs sont impliqués.

Les dépenses de formation rapportées dans les bilans sociaux des entreprises de la population réduite ont progressé d'à peine 0,5 % entre 2012 et 2013, alors que, dans le même temps, les frais de personnel ont augmenté de

2,6 %. L'indicateur des efforts financiers des entreprises en faveur de la formation, qui rapporte les dépenses qui y sont liées à la masse salariale, s'est par conséquent replié, revenant de 1,82 à 1,78 %. La croissance des budgets de formation formelle et informelle a été limitée, inférieure à 1 %, tandis que les moyens dévolus à la formation initiale ont chuté de près de 7 %. Au total, en 2013, les dépenses de formation formelle ont représenté 1,23 % des frais de personnel, contre 1,25 % un an plus tôt; l'indicateur relatif à la formation initiale s'est également infléchi, passant de 0,08 à 0,07 %; en revanche, le ratio calculé pour la formation informelle est demeuré inchangé, à 0,49 %.

Les dépenses de formation recensées dans le bilan social sont des coûts nets: pour chacun des types de formation, les subventions et autres avantages reçus sont portés en déduction des coûts bruts, qui comprennent les coûts directs liés à la formation et la rémunération des travailleurs pendant la formation. En ce qui concerne la formation formelle, les coûts nets incluent aussi les cotisations sociales payées et les versements aux fonds collectifs effectués en vertu d'obligations légales ou paritaires. Ces dépenses doivent être déclarées même si aucun travailleur de l'entreprise n'a bénéficié d'une formation. Un grand nombre de sociétés ne mentionnent néanmoins aucun montant dans la rubrique adéquate<sup>(1)</sup>. En 2013, les

cotisations payées étaient en moyenne égales à 0,07 % des frais de personnel déclarés. Les subventions afférentes aux activités de formation formelle ont, elles aussi, correspondu à 0,07 % des frais de personnel en 2013, ce qui leur a permis de couvrir en moyenne 5,9 % des coûts bruts correspondants.

La hausse du volume des heures de formation (soit 2,3 %) observée entre 2012 et 2013 a été supérieure à celle des dépenses. Elle a aussi dépassé celle des heures ouvrées dans les entreprises de la population réduite, qui a atteint à peine 0,2 %. Le temps de travail dégagé pour permettre aux travailleurs de se former est dès lors passé de 1,63 à 1,66 % des heures ouvrées. La progression reflète l'allongement du temps consacré à la formation formelle, tandis que le volume des heures dévolues aux formations tant informelle qu'initiale a diminué. Au total, en 2013, les heures de travail dédiées à la formation formelle ont représenté 0,89 % du volume de travail total (contre 0,85 % un an plus tôt), tandis que les formations informelle et initiale se sont approprié respectivement 0,50 et 0,27 % des heures ouvrées.

(1) L'absence de versements est justifiée dans le cas des entreprises publiques, parmi lesquelles la SNCB, bpost et Belgacom (devenue entre-temps Proximus), dont les travailleurs ne sont pas rattachés à une commission paritaire et qui échappent dès lors à cette obligation.

**TABLEAU 7** PARTICIPATION À LA FORMATION EN 2013  
(population réduite)

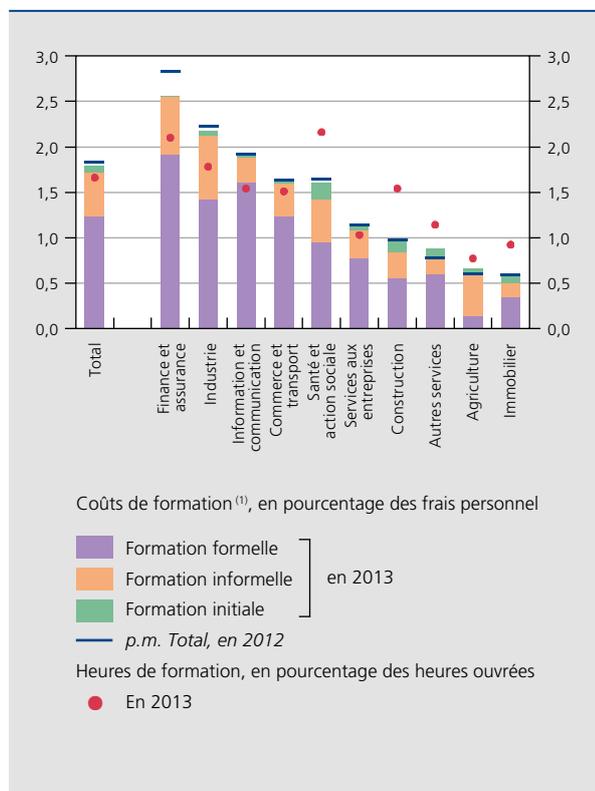
	Entreprises formatrices <sup>(1)</sup>  (pourcentages du total des entreprises)	Participants à une formation <sup>(2)</sup>		
		formelle	informelle	initiale
		(pourcentages de l'emploi moyen)		
<b>Ventilation selon la branche d'activité :</b>				
Agriculture .....	11,9	6,4	8,7	1,6
Industrie .....	37,8	50,4	29,2	1,4
Construction .....	23,5	27,5	13,1	2,1
Commerce et transport .....	21,5	36,6	18,1	1,4
Information et communication .....	32,6	53,3	18,4	1,5
Finance et assurance .....	21,8	65,6	39,3	0,2
Immobilier .....	22,3	18,9	11,8	1,4
Services aux entreprises .....	26,3	30,8	18,4	0,9
Santé et action sociale .....	43,3	53,2	35,1	0,8
Autres services .....	21,5	22,1	14,5	1,5
<b>Total .....</b>	<b>26,0</b>	<b>43,9</b>	<b>24,9</b>	<b>1,2</b>

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Une entreprise est formatrice dès lors que le nombre de participants à une activité de formation formelle, informelle ou initiale est positif.

(2) La formation formelle recouvre les cours et stages conçus et dispersés par des formateurs dans des locaux distincts du lieu de travail. La formation informelle reprend les autres activités d'apprentissage planifiées en fonction des besoins propres de l'apprenant, y compris la formation en milieu de travail. La formation initiale est destinée aux personnes occupées dans des systèmes alternant formation et travail en entreprise en vue de l'obtention d'un diplôme.

**GRAPHIQUE 11** COÛTS ET DURÉE DE LA FORMATION EN ENTREPRISE EN 2013: VENTILATION SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ  
(pourcentages, population réduite)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les coûts de formation sont des coûts nets, obtenus en déduisant des coûts bruts les subventions et autres avantages financiers reçus. Les coûts nets de formation formelle comprennent par ailleurs les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs.

Les besoins en formation des entreprises varient en fonction de leur spécialisation, des défis auxquels elles sont confrontées et des compétences de leur personnel. Une entreprise qui veut réorienter ses activités devra par exemple permettre à ses travailleurs d'assimiler les nouveaux savoir-faire qu'un tel changement implique si elle veut éviter de les remplacer par de nouvelles recrues dont le profil est davantage en ligne avec ses objectifs de développement. C'est le cas aussi pour les firmes qui renouvellent ou modifient leur outil de production. De nos jours, les travailleurs sont par ailleurs encouragés à acquérir des compétences génériques ou spécifiques destinées à soutenir leur employabilité, ce qui les rend plus aptes à évoluer dans leur carrière au sein de leur entreprise, de leur branche d'activité, voire en dehors de celles-ci.

Parmi les entreprises de la population réduite, celles qui relèvent de la branche « finance et assurance » sont celles qui consacrent proportionnellement le plus de moyens à la formation. Entre 2012 et 2013, néanmoins, une baisse

importante des ressources dévolues à cette matière a été enregistrée : à la suite de coupes sombres effectuées dans les budgets de trois très importantes banques du pays, l'effort financier s'est chiffré à 2,55 % de la masse salariale en 2013, contre 2,83 % un an plus tôt. À l'opposé, la progression la plus vive, de 0,11 point de pourcentage, a été observée dans la branche « autres services », où cet indicateur a atteint un niveau équivalent à 0,89 %. Dans les autres branches, les variations de l'indicateur financier sont restées nettement plus contenues. À noter que le classement fondé sur l'intensité de l'effort financier n'est pas identique à celui basé sur le temps de travail dégagé pour permettre aux travailleurs de suivre une formation. Ainsi, les entreprises de la branche « santé et action sociale » dédient 2,16 % du volume de travail à la formation, soit davantage que les firmes de la branche « finance et assurance », où ce ratio s'établit à 2,10 %. La construction – qui compte proportionnellement davantage d'apprentis, pour lesquels l'ensemble des heures passées dans l'entreprise est comptabilisé comme temps de formation – améliore également sensiblement son score ; avec un ratio égal à 1,54 %, elle s'arroge la troisième place

**TABEAU 8** COÛTS ET DURÉE DES ACTIVITÉS DE FORMATION DANS LES ENTREPRISES FORMATRICES  
(population réduite)

	Formelle	Informelle	Initiale
<b>Coûts nets par participant<sup>(1)</sup></b> (euros, sauf mention contraire)			
2012	1.413	997	3.147
2013	1.387	1023	3.059
Variation (pourcentages)	-1,8	2,6	-2,8
<b>Coûts nets par heure de formation<sup>(1)</sup></b> (euros, sauf mention contraire)			
2012	56,4	37,7	10,4
2013	53,8	38,1	10,1
Variation (pourcentages)	-4,5	1,1	-3,7
<b>Durée de formation par participant</b> (heures, sauf mention contraire)			
2012	26,5	26,4	301,3
2013	27,3	26,8	304,1
Variation (pourcentages)	2,8	1,5	0,9

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Il s'agit de coûts nets, obtenus en déduisant des coûts bruts les subventions et autres avantages financiers reçus. Les coûts nets de formation formelle comprennent par ailleurs les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs.

du classement basé sur l'indicateur de durée, alors qu'en matière d'effort financier, elle n'occupe que la septième position.

### 2.2.2.2 Autres indicateurs de formation

En moyenne, les participants à la formation formelle se sont vu dispenser 27,3 heures d'apprentissage en 2013, soit près d'une heure de plus que l'année précédente. Pour la formation informelle, la durée moyenne a été légèrement plus courte, soit 26,8 heures – également en hausse par rapport à 2012. Les frais générés par la formation formelle – qui comprennent, outre les salaires des personnes qui dispensent la formation et ceux des travailleurs qui la suivent, le coût des locaux et du matériel mis à disposition, de même que, le cas échéant, les frais de déplacement et de séjour des personnes formées –, nettement plus importants que ceux liés à la formation informelle, ont aussi évolué différemment. En 2013, une heure de formation formelle a coûté 53,8 euros en moyenne, en baisse de 4,5 % par rapport au niveau de 2012; en revanche, les entreprises ont dépensé 38,1 euros pour une heure de formation informelle, soit 1,1 % de plus que l'année précédente. La dépense moyenne par travailleur formé s'est élevée à 1 387 euros pour la formation formelle et à 1 023 euros pour la formation informelle.

Les montants mentionnés par les entreprises pour la formation initiale se démarquent fortement de ceux recensés pour la formation continue. En moyenne, les stagiaires et apprentis ont suivi quelque 304 heures de formation au cours de l'exercice 2013, soit onze fois plus que les bénéficiaires d'un autre type de formation. Le coût horaire de formation est en revanche nettement plus réduit, puisqu'il dépasse à peine 10 euros par heure. Au total, le budget annuel par apprenant a atteint 3 059 euros en 2013.

## Conclusions

La transposition prochaine en droit belge de la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises est susceptible d'entraîner des modifications de reporting dans le chef des petites entreprises établies en Belgique. En particulier, le bilan social, qui prend à l'heure actuelle la forme d'une annexe aux comptes annuel de toutes les sociétés, pourrait à l'avenir ne plus en faire partie intégrante pour les petites entreprises. Les informations qu'il contient sont pourtant précieuses. Une analyse des comportements individuels des firmes sur la base des variables disponibles dans les bilans sociaux relatifs à l'exercice 2012 montre que

ceux-ci divergent considérablement selon la taille des sociétés.

Un des premiers enseignements est que la spécialisation des entreprises varie très fortement en fonction de leur taille: les petites et très petites entreprises sont surtout actives dans le commerce et le transport, de même que dans la construction et dans l'industrie. Dans les plus grandes firmes, on constate une prépondérance des activités liées à la santé et à l'action sociale ainsi qu'à l'industrie; l'importance relative du commerce et du transport est plus réduite. Les groupes d'entreprises se distinguent aussi par une implantation différente: les petites et très petites entreprises ont une vocation régionale très marquée, tandis que les plus grandes sont proportionnellement plus présentes sur l'ensemble du territoire national.

Une étude du profil des travailleurs embauchés dans les divers groupes d'entreprises montre que le personnel est généralement plus homogène dans les petites structures que dans les plus grandes. La mixité est par exemple moins répandue dans les très petites entreprises, et les travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur y sont relativement moins nombreux. Au niveau du régime et des contrats de travail, on remarque également une plus grande uniformité: on compte proportionnellement davantage de sociétés qui emploient uniquement soit des salariés à temps plein, soit des travailleurs à horaire réduit, voire exclusivement des travailleurs permanents dans les groupes des (très) petites entreprises.

L'examen des conditions de travail met en avant une durée annuelle de travail en moyenne plus longue dans les très petites entreprises, associée à une diversité des comportements individuels plus marquée que dans les sociétés de plus grande taille. En revanche, les coûts salariaux horaires sont d'autant plus élevés que les firmes sont grandes, et l'éventail des observations est plus large pour ces dernières que pour les plus petites entités. Une étude poussée au niveau des branches d'activité dans lesquelles les (très) petites firmes sont spécialisées indique que les conditions salariales sont en moyenne moins favorables dans le commerce et le transport que dans la construction ou dans l'industrie mais que les différences salariales y sont aussi plus prononcées. Toutes autres choses restant égales, les rémunérations horaires sont par ailleurs moins avantageuses dans les entreprises établies en Wallonie que dans celles installées en Flandre.

Enfin, même si la proportion d'entreprises formatrices est plus faible dans les petites entités, les indicateurs de formation calculés pour les seules entreprises formatrices n'y sont pas systématiquement plus faibles. Les taux de participation moyens dans les (très) petites firmes sont en

effet similaires ou supérieurs à ceux enregistrés dans les entreprises de plus grande taille, que ce soit en matière de formation formelle, informelle ou initiale. C'est le cas aussi pour la durée annuelle moyenne de formation par bénéficiaire. En revanche, les dépenses par heure de formation sont en moyenne plus élevées dans les grandes firmes.

La seconde partie de cet article commente les évolutions, entre les exercices 2012 et 2013, d'une série de variables figurant dans les bilans sociaux, telles qu'elles ont été observées pour une population stable d'entreprises pérennes. Dans ces sociétés, les effectifs se sont contractés de 0,2 % entre la fin de 2012 et la fin de 2013. Une baisse a été observée dans chacune des trois régions du pays. Les effectifs ont continué de grossir dans les PME, mais cette hausse n'a pas été suffisante pour compenser les pertes d'emplois dans les entreprises comptant plus de 250 ETP. Les effectifs se sont réduits dans presque toutes les branches, les compressions ayant été particulièrement prononcées dans l'industrie et dans la construction. Le personnel a néanmoins augmenté dans les branches « santé et action sociale » et « services aux entreprises ».

Le profil des effectifs a continué d'évoluer. Les pertes d'emplois à temps plein ont été supérieures aux gains de postes à temps réduit, de sorte que la part relative des travailleurs à temps partiel s'est renforcée, pour s'établir à 30,3 %. La féminisation des effectifs s'est poursuivie. L'importance relative des ouvriers – principales victimes des pertes d'emplois dans le secteur secondaire – a continué de s'éroder. Le nombre de travailleurs permanents s'est tassé, tandis que les effectifs temporaires se sont accrus, jusqu'à représenter 6 % du personnel à la fin de 2013.

Dans les entreprises qui déposent un schéma complet, le volume des forces de travail – mesuré en ETP – mises en œuvre en 2013 est resté stable par rapport à 2012. Le personnel inscrit au registre et celui mis à disposition de

ces entreprises ont augmenté de respectivement 0,2 et 2,3 % ; en revanche, le recours au personnel intérimaire a reculé de 4,4 %. La baisse a concerné la quasi-totalité des branches d'activité, mais elle a été particulièrement vive dans l'industrie (où s'est concentrée la moitié du total des ETP perdus) et dans les branches « services aux entreprises », « construction » et « commerce et transport ».

Dans ces mêmes entreprises, les sorties de personnel enregistrées en cours d'année ont été légèrement supérieures aux entrées. Des évolutions contrastées ont été observées pour les personnels permanent (sorties nettes) et temporaire (entrées nettes). Les flux d'entrées et de sorties de travailleurs temporaires constituent l'essentiel des mouvements de personnel : l'arrivée à échéance d'un contrat temporaire explique d'ailleurs 62,3 % des sorties recensées en 2013, tandis que 11,4 % de celles-ci ont résulté d'un licenciement. Ces deux motifs de départ ont davantage été utilisés en 2013 qu'en 2012. En revanche, les démissions spontanées ont été proportionnellement moins nombreuses en 2013, leur part dans le total étant retombée de 26,2 à 21,6 %.

En 2013, 43,9 % des travailleurs ont bénéficié d'une formation formelle, 24,9 % ont participé à une formation informelle et 1,2 % ont pris part à un programme de formation initiale. Le premier taux a progressé par rapport à l'année précédente, mais les deux autres se sont repliés. De même, le volume des heures dédiées à la formation a augmenté pour la formation formelle et s'est rétréci dans les deux autres cas. Au total, 1,63 % des heures ouvrées ont été dévolues à la mise à jour ou à l'élargissement des compétences en 2013, contre 1,66 % en 2012. Les dépenses liées à la formation se sont chiffrées à 1,78 % des frais de personnel, contre 1,82 % un an plus tôt. Les budgets consacrés à la formation formelle et informelle ont grossi, mais moins rapidement que les frais de personnel. En revanche, les dépenses de formation initiale ont diminué.

## Bibliographie

CNC (1997), *Questions et réponses relatives au bilan social*, Bulletin de la Commission des normes comptables, numéro 39, avril.

Delhez Ph. et P. Heuse (2006), « Le bilan social 2005 », BNB, *Revue économique*, décembre, 57-88.

GECE (2013), *Coûts salariaux, subventions salariales, productivité du travail et efforts de formation des entreprises*, Rapport au Gouvernement, juillet.

Heuse P. (2013), « Le bilan social 2012 », BNB, *Revue économique*, décembre, 107-144.

Kegels Ch. (2014), *Les charges administratives en Belgique pour l'année 2012*, Bureau fédéral du plan, Planning paper 114, février.

## Annexe 1 – Annexe méthodologique

### 1. Constitution des populations d'entreprises

#### 1.1 Principes méthodologiques

Les principes méthodologiques ayant présidé à la constitution des populations d'entreprises destinées à l'analyse des bilans sociaux sont décrits en détail dans l'annexe 1 de l'article «Le bilan social 2005» paru dans la Revue économique de décembre 2006 et disponible sur le site internet de la Banque nationale de Belgique ([www.nbb.be](http://www.nbb.be)).

Dans le souci de pouvoir s'appuyer sur des données fiables et cohérentes, ne sont pris en considération que les bilans sociaux des entreprises ayant satisfait à une série de critères. En particulier, l'exercice comptable doit compter douze mois et être clôturé au 31 décembre; les entreprises doivent relever du secteur privé<sup>(1)</sup>, occuper au moins un travailleur ETP, et leur activité économique et leur localisation doivent être clairement identifiées<sup>(2)</sup>; il ne peut y avoir de différences entre les données communiquées dans le bilan social et dans les comptes annuels<sup>(3)</sup>; les entreprises présentant des valeurs aberrantes en matière de frais de personnel horaires ou de durée de travail sont éliminées; les anomalies observées en matière de formation<sup>(4)</sup> et de recours à des travailleurs intérimaires sont neutralisées.

Il découle de l'application de ces principes méthodologiques que le nombre de bilans sociaux retenus pour effectuer l'analyse dans le cadre du présent article est, pour chaque exercice, sensiblement plus faible que le nombre total de bilans sociaux déposés auprès de la Centrale des bilans. À la fin du processus de sélection, la population totale pour l'exercice 2012 comptait 85 223 entreprises qui occupaient en moyenne 2 017 825 travailleurs salariés.

L'analyse des résultats des bilans sociaux déposés pour 2013 se fonde en outre sur une population réduite<sup>(5)</sup> et constante<sup>(6)</sup>, ce qui diminue encore la couverture de la population d'analyse au regard des bilans déposés auprès de la Centrale des bilans. Les résultats présentés dans cet article reflètent par conséquent les évolutions enregistrées au sein d'une population stable entre les exercices 2012 et 2013 et peuvent donc différer de celles qui seront observées, après la clôture définitive, pour l'ensemble des entreprises ayant déposé un bilan social<sup>(7)</sup>.

#### 1.2 Caractéristiques de la population réduite

La population réduite constante compte 50 365 sociétés qui, ensemble, employaient en moyenne 1 573 347 salariés en 2012, ce qui correspond à 78 % des effectifs de la population totale, même si le nombre d'entreprises retenues dans la population réduite ne représente que 59 % de la population totale. Le nombre de travailleurs occupés dans les entreprises de la population réduite s'élève par ailleurs à 59 % de l'emploi salarié privé correspondant recensé dans les comptes nationaux.

La représentativité selon le critère de l'emploi varie en fonction de la branche d'activité. Exprimée en pourcentage du nombre de salariés occupés dans les entreprises de la population totale, elle est plus faible dans les branches où prédominent les entreprises de petite taille, dont les comptes annuels sont souvent déposés et/ou traités plus tardivement. C'est notamment le cas dans l'agriculture, la sylviculture et la pêche et dans l'hébergement et la restauration.

(1) L'emploi dans le secteur privé est défini comme l'emploi enregistré dans l'économie totale (S1), duquel on soustrait l'emploi dans le secteur public (S13) et dans le secteur des ménages (S14). De ce concept, sont également exclus les travailleurs occupés des branches NACE-BEL 84 (administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire) et 85 (enseignement). La branche NACE-BEL 78 (activités liées à l'emploi), qui contient notamment les agences de travail temporaire, est également exclue.

(2) Les entreprises dont l'activité ou l'adresse est inconnue sont exclues de la population.

(3) Ceci revient à exclure les entreprises dont une partie des travailleurs sont occupés à l'étranger ou ne figurent pas au registre du personnel (personnel statutaire).

(4) À partir de l'exercice 2010, la Centrale des bilans a mis en place des contrôles de qualité renforcés sur les rubriques relatives à la formation. Les contrôles en aval qui demeurent sont dès lors avant tout destinés à vérifier que les évolutions observées dans les entreprises de la population réduite ne sont pas biaisées par des erreurs ou des changements méthodologiques.

(5) Les entreprises disposent de sept mois à compter de la date de clôture de l'exercice comptable pour déposer leur bilan social auprès de la Centrale des bilans. Compte tenu du délai lié à la vérification des données, l'ensemble des bilans sociaux relatifs à l'exercice 2013 n'étaient pas disponibles le 19 septembre 2014, date à laquelle les données ont été extraites.

(6) Les entreprises qui n'ont pas déposé de bilan social pour l'une des deux années sont exclues de la population réduite.

(7) Étant donné que les comptes annuels des grandes entreprises sont traités prioritairement par la Centrale des bilans et que les petites entreprises sont plus nombreuses à déposer leurs comptes tardivement, les résultats basés sur la population réduite présentent un biais en faveur des grandes entreprises.

Par ailleurs, certaines catégories d'entreprises ou emplois ne figurent pas dans la population d'analyse. C'est le cas des ASBL employant moins de 20 travailleurs ETP, lesquelles ne sont pas soumises à l'obligation de déposer un bilan social. De même, les salariés occupés par des employeurs non constitués en société ne sont pas repris, puisque seules les sociétés sont tenues de déposer un bilan social. Il en résulte que la représentativité exprimée en pourcentage de l'emploi recensé dans les comptes nationaux est particulièrement faible dans les branches où ces entreprises ou ces travailleurs sont proportionnellement plus nombreux, notamment l'agriculture, la sylviculture et la pêche, l'hébergement et la restauration, les arts, spectacles et activités récréatives, et les autres activités de services.

**TABEAU 1** REPRÉSENTATIVITÉ DE LA POPULATION RÉDUITE EN 2012

	Nombre de travailleurs occupés			Représentativité de la population réduite	
	Dans les comptes nationaux <sup>(1)</sup>	Dans les bilans sociaux <sup>(2)</sup>		Pourcentage de l'emploi salarié dans le secteur privé <sup>(1)</sup>	Pourcentage du nombre de travailleurs dans la population totale
		Population totale	Population réduite		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (3) / (1)	(5) = (3) / (2)
<b>Selon le critère de l'emploi</b>	<b>2 663 011</b>	<b>2 017 825</b>	<b>1 573 347</b>	<b>59,1</b>	<b>78,0</b>
Agriculture, sylviculture et pêche	12 695	6 282	3 571	28,1	56,8
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets	556 235	433 619	376 704	67,7	86,9
Industries extractives	2 912	2 586	2 330	80,0	90,1
Industrie manufacturière	507 312	386 737	333 143	65,7	86,1
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	20 766	20 936	20 664	99,5	98,7
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution	25 245	23 360	20 567	81,5	88,0
Construction	209 064	153 037	112 161	53,6	73,3
Commerce, transports, hébergement et restauration	774 568	545 163	423 783	54,7	77,7
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles	483 490	316 825	246 144	50,9	77,7
Transports et entreposage	193 110	163 455	141 639	73,3	86,7
Hébergement et restauration	97 968	64 882	35 999	36,7	55,5
Information et communication	85 479	70 468	61 058	71,4	86,6
Activités financières et d'assurance	120 725	110 205	95 328	79,0	86,5
Activités immobilières	17 038	12 679	9 260	54,4	73,0
Services aux entreprises	317 199	204 420	155 442	49,0	76,0
Activités spécialisées, scientifiques et techniques	145 815	96 476	72 247	49,5	74,9
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(3)</sup>	171 384	107 944	83 194	48,5	77,1
Santé humaine et action sociale	473 864	434 420	306 277	64,6	70,5
Culture, loisirs et autres services	96 144	47 534	29 763	31,0	62,6
Arts, spectacles et activités récréatives	28 745	15 423	9 988	34,7	64,8
Autres activités de services	67 399	32 111	19 775	29,3	61,6
<b>Selon le critère du nombre d'entreprises</b>	<b>n.</b>	<b>85 223</b>	<b>50 365</b>	<b>n.</b>	<b>59,1</b>

Sources: ICN, BNB (bilans sociaux).

(1) Emploi salarié dans le secteur privé, soit l'emploi salarié enregistré dans l'économie totale (S1), duquel on soustrait l'emploi salarié dans le secteur public (S13) et dans le secteur des ménages (S14). De ce concept, sont également exclus les travailleurs occupés dans les branches NACE-BEL 84 (administration publique et défense; sécurité sociale obligatoire) et 85 (enseignement).

(2) Nombre moyen de travailleurs, soit la somme des rubriques 1001 (travailleurs à temps plein) et 1002 (travailleurs à temps partiel).

(3) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

Dans la population d'analyse, la ventilation des entreprises par branche d'activité est effectuée sur la base des sections et divisions NACE-BEL qui figurent à l'annexe 2. Pour faciliter la lecture, les intitulés des branches ont été simplifiés.

Au total, les travailleurs de la branche commerce et transport représentent 27 % du personnel de la population réduite et ceux de l'industrie 24 %. La santé et l'action sociale occupent 19 % des salariés. Les autres branches ont une importance relative plus réduite, à savoir 10 % pour les services aux entreprises, 7 % pour la construction, 6 % pour la branche finance et assurance, 4 % pour l'information et la communication et 2 % pour les autres services. Les branches de l'immobilier et de l'agriculture sont marginales (moins de 1 %).

Le classement des entreprises par taille repose sur le nombre moyen de travailleurs exprimé en ETP observé en 2012. Les microentreprises occupent dix ETP au plus. Bien qu'elles représentent près de 70 % des entreprises de la population réduite, elles occupent moins de 10 % des travailleurs. Les petites entreprises, comptant de 10 à 50 ETP au plus, soit 23 % des sociétés de la population réduite, emploient 18 % des effectifs de cette dernière. Les sociétés de taille moyenne, occupant plus de 50 à 250 ETP, rassemblent 22 % des effectifs de la population réduite. Les grandes entreprises, comptant plus de 250 ETP, sont peu nombreuses mais elles emploient la moitié des travailleurs de la population réduite, contre 45 % pour la population totale. Les évolutions esquissées à partir de la population réduite sont par conséquent influencées par la surreprésentation des grandes entreprises.

**TABEAU 2** CARACTÉRISTIQUES DES POPULATIONS TOTALE ET RÉDUITE POUR L'EXERCICE 2012  
(pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Population totale		Population réduite	
	Nombre d'entreprises	Nombre de travailleurs occupés <sup>(1)</sup>	Nombre d'entreprises	Nombre de travailleurs occupés <sup>(1)</sup>
<i>p.m. Unités</i> .....	85 223	2 017 825	50 365	1 573 347
<b>Ventilation selon la branche d'activité</b>				
Agriculture .....	0,9	0,3	0,8	0,2
Industrie .....	11,3	21,5	13,0	23,9
Construction .....	15,6	7,6	15,2	7,1
Commerce et transport .....	39,4	27,0	38,9	26,9
Information et communication .....	2,9	3,5	3,1	3,9
Finance et assurance .....	4,3	5,5	4,4	6,1
Immobilier .....	2,0	0,6	1,9	0,6
Services aux entreprises <sup>(2)</sup> .....	14,0	10,1	14,2	9,9
Santé et action sociale .....	5,3	21,5	4,8	19,5
Autres services .....	4,2	2,4	3,7	1,9
<b>Ventilation selon la taille de l'entreprise<sup>(3)</sup></b>				
Microentreprises (10 ETP au plus) .....	74,3	13,1	69,4	9,5
Petites entreprises (plus de 10 à 50 ETP) .....	20,2	20,9	23,1	18,3
Moyennes entreprises (plus de 50 à 250 ETP) .....	4,5	21,5	6,0	21,7
Grandes entreprises (plus de 250 ETP) .....	1,0	44,6	1,5	50,5

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Nombre moyen de travailleurs, soit la somme des rubriques 1001 (travailleurs à temps plein) et 1002 (travailleurs à temps partiel).

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

(3) Déterminée en fonction de la valeur de la rubrique 1003 (travailleurs ETP) en 2012.

## 2. Ventilation régionale des bilans sociaux

Les populations d'analyse ont fait l'objet d'une ventilation régionale dans le cadre de cet article. Pour les exercices 1998 à 2012, les clés de répartition sont celles appliquées par l'ICN pour la régionalisation des comptes nationaux de l'emploi de l'année correspondante. La clé de répartition pour l'année 2013 n'étant pas encore disponible, c'est celle relative à 2012 qui a été utilisée pour régionaliser la population réduite, tant pour l'exercice 2012 que pour l'exercice 2013.

Les entreprises unirégionales sont celles dont le siège social et le (ou les) siège(s) d'exploitation se situent dans une seule région. En 2012, la population réduite comptait 49 526 entreprises unirégionales, soit 98 % des firmes. Ces sociétés sont généralement de taille assez réduite: elles occupaient en moyenne 22 travailleurs. Les 839 entreprises restantes, dites multirégionales, étaient implantées dans plus d'une région. Elles employaient en moyenne 556 personnes.

En ce qui concerne les firmes présentes dans plusieurs régions, la méthode de répartition proportionnelle, qui consiste à ventiler les données du bilan social entre les différentes régions où la firme est active, n'a été appliquée que pour le nombre de travailleurs occupés au 31 décembre. C'est en effet la variable qui se rapproche le plus des données de base par établissement collectées par l'ONSS (soit le nombre d'emplois à la fin du quatrième trimestre) qui sont utilisées par l'ICN pour régionaliser les comptes nationaux de l'emploi. Pour les autres rubriques du bilan social, cette clé de

**TABLEAU 3** STRUCTURE RÉGIONALE DE L'EMPLOI EN 2012<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du total, sauf mention contraire, population réduite)

	Entreprises unirégionales				Entreprises multirégionales	Total
	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Total		
Nombre d'entreprises (unités) .....	4 802	32 543	12 181	49 526	839	50 365
Nombre de travailleurs occupés (unités) .....	105 175	722 851	278 546	1 106 571	466 776	1 573 347
Nombre moyen de travailleurs par entreprise (unités) .....	21,9	22,2	22,9	22,3	556,3	31,2
<b>Ventilation selon la branche d'activité</b>						
Agriculture .....	0,0	0,4	0,3	0,3	0,0	0,2
Industrie .....	10,5	27,9	27,1	26,0	19,0	23,9
Construction .....	4,3	9,3	10,4	9,1	2,4	7,1
Commerce et transport .....	23,2	24,1	20,6	23,1	36,0	26,9
Information et communication .....	8,1	3,1	1,5	3,1	5,6	3,9
Finance et assurance .....	8,3	1,4	1,5	2,0	15,6	6,1
Immobilier .....	1,9	0,6	1,0	0,8	0,0	0,6
Services aux entreprises <sup>(2)</sup> .....	19,8	8,6	7,3	9,3	11,1	9,9
Santé et action sociale .....	18,6	23,0	28,3	23,9	9,0	19,5
Autres services .....	5,4	1,8	2,0	2,2	1,2	1,9
<b>Ventilation selon la taille de l'entreprise<sup>(3)</sup></b>						
Microentreprises .....	13,3	13,6	13,3	13,5	0,1	9,5
Petites entreprises .....	28,2	24,7	25,7	25,3	1,7	18,3
Moyennes entreprises .....	31,6	27,8	25,1	27,5	7,9	21,7
Grandes entreprises .....	27,0	33,9	35,8	33,7	90,3	50,5

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Calculé au départ du nombre moyen de travailleurs, soit la somme des rubriques 1001 (travailleurs à temps plein) et 1002 (travailleurs à temps partiel).

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

(3) Déterminée en fonction de la valeur de la rubrique 1003 (travailleurs ETP) en 2012.

répartition n'est pas totalement satisfaisante. C'est le cas, par exemple, pour l'emploi ventilé par genre, par diplôme ou selon le contrat de travail. Le comportement des différents sites d'exploitation d'une même firme peut en effet varier sensiblement suivant leur activité et leur mode d'organisation. Dans le cas de la formation ou du travail intérimaire, la localisation du site, de même que l'offre (de formation ou de travail intérimaire) disponible, peuvent également jouer un rôle. Il n'est dès lors pas opportun d'utiliser une clé de répartition uniforme pour toutes les rubriques. Par conséquent, les entreprises multirégionales restent un groupe distinct des entreprises unirégionales pour toutes les variables, sauf pour le nombre total de travailleurs occupés au 31 décembre.

Si les entreprises unirégionales se distinguent des multirégionales par leur taille plus réduite, elles s'en différencient aussi par leurs spécialisations respectives. Les entreprises multirégionales occupent proportionnellement plus de travailleurs dans les branches «commerce et transport» et «finance et assurance» que les entreprises unirégionales, tandis que les branches de l'industrie et de la santé et de l'action sociale y sont proportionnellement moins développées. Au sein même des entreprises unirégionales, l'on observe également des différences de spécialisation entre les entreprises implantées à Bruxelles, davantage orientées vers les services, et celles établies en Flandre ou en Wallonie, qui ont une vocation industrielle plus marquée. Cette hétérogénéité explique partiellement les écarts enregistrés entre les régions pour les indicateurs figurant aux annexes 11 à 13.

## Annexe 2 – Classification des entreprises par branche d'activité

Le classement des entreprises par branche d'activité repose sur le code d'activité figurant dans le répertoire des entreprises établi par la Banque nationale dans le cadre de l'élaboration des comptes nationaux, lequel contient une série d'informations administratives relatives aux entreprises actives au cours d'une année. Le répertoire relatif à l'année 2012, basé sur la nomenclature NACE-BEL 2008, a été choisi comme référence pour déterminer l'appartenance sectorielle et la branche d'activité des entreprises pour l'ensemble des exercices 1998 à 2013. Les entreprises qui ne figurent pas dans le répertoire 2012 conservent le code d'activité attribué dans les répertoires précédents ou, à défaut, par la Centrale des bilans.

Les descriptions données dans l'article sont généralement basées sur une ventilation en dix branches. Les intitulés de ces branches ont été simplifiés pour faciliter la lecture (colonne «Intitulé abrégé»). Dans les annexes 3 à 10, la ventilation en dix branches est détaillée pour faire apparaître les sections A à S de la nomenclature NACE-BEL 2008.

### CLASSIFICATION UTILISÉE POUR L'ANALYSE DES BILANS SOCIAUX ET LISTE DES SECTIONS ET DIVISIONS DE LA NOMENCLATURE D'ACTIVITÉS NACE-BEL 2008

Intitulé	Intitulé abrégé	Section	Division
Agriculture, sylviculture et pêche .....	Agriculture	A	01-03
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets .....	Industrie	B-E	05-39
Industries extractives .....		B	05-09
Industrie manufacturière .....		C	10-33
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné .....		D	35
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution .....		E	36-39
Construction .....	Construction	F	41-43
Commerce, transports, hébergement et restauration .....	Commerce et transport	G-I	45-56
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles .....		G	45-47
Transports et entreposage .....		H	49-53
Hébergement et restauration .....		I	55-56
Information et communication .....	Information et communication	J	58-63
Activités financières et d'assurance .....	Finance et assurance	K	64-66
Activités immobilières .....	Immobilier	L	68
Services aux entreprises <sup>(1)</sup> .....	Services aux entreprises	M-N	69-82
Activités spécialisées, scientifiques et techniques .....		M	69-75
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(1)</sup> .....		N	77-82
Santé humaine et action sociale .....	Santé et action sociale	Q	86-88
Culture, loisirs et autres services .....	Autres services	R-S	90-96
Arts, spectacles et activités récréatives .....		R	90-93
Autres activités de services .....		S	94-96

(1) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

## Annexe 3

### ÉVOLUTION DU NOMBRE DE TRAVAILLEURS<sup>(1)</sup> ENTRE 2012 ET 2013 DANS LES ENTREPRISES DE LA POPULATION RÉDUITE

	Équivalents temps plein			Nombre de personnes						
	Emploi moyen		Emploi au 31 décembre	Emploi moyen						Emploi au 31 décembre
	Unités	%		À temps plein		À temps partiel		Total		
			Unités	%	Unités	%	Unités	%	%	
Agriculture, sylviculture et pêche	35	1,1	-1,7	55	2,2	-48	-4,7	7	0,2	-2,1
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets . . . .	-2 133	-0,6	-1,0	-2 372	-0,7	247	0,5	-2 125	-0,6	-1,0
Industries extractives . . . . .	-31	-1,3	-1,7	-28	-1,3	-3	-1,7	-31	-1,3	-1,6
Industrie manufacturière . . . . .	-2 172	-0,7	-0,9	-1 991	-0,7	10	0,0	-1 981	-0,6	-1,0
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	-257	-1,3	-2,7	-579	-3,1	119	6,1	-460	-2,2	-2,6
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution . . .	327	1,7	0,7	226	1,3	121	4,9	347	1,7	0,7
Construction . . . . .	-687	-0,6	-2,4	-704	-0,7	46	0,5	-657	-0,6	-2,4
Commerce, transports, hébergement et restauration . . .	624	0,2	-0,1	233	0,1	660	0,5	893	0,2	-0,2
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles . . . . .	1 724	0,8	-2,4	1 136	0,7	769	1,0	1 905	0,8	0,3
Transports et entreposage . . .	-1 471	-1,1	0,4	-980	-0,9	-839	-2,8	-1 819	-1,3	-1,4
Hébergement et restauration . .	372	1,4	-1,2	76	0,5	730	3,7	807	2,2	1,2
Information et communication . .	-129	-0,2	-1,2	-54	-0,1	-719	-7,2	-773	-1,3	-2,2
Activités financières et d'assurance . . . . .	-222	-0,3	-1,4	-145	-0,2	-224	-0,8	-368	-0,4	-1,4
Activités immobilières . . . . .	283	3,4	2,9	315	4,7	137	5,5	452	4,9	1,9
Services aux entreprises . . . . .	2 996	2,2	1,0	1 378	1,4	2 631	4,5	4 009	2,6	1,0
Activités spécialisées, scientifiques et techniques . . .	1 430	2,1	0,7	1 118	2,0	502	3,2	1 620	2,2	0,7
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(2)</sup> . .	1 566	2,4	1,4	261	0,6	2 129	5,0	2 390	2,9	1,3
Santé humaine et action sociale	4 276	1,8	1,8	1 489	1,1	4 176	2,4	5 665	1,8	1,4
Culture, loisirs et autres services	347	1,4	0,3	145	0,8	594	5,1	739	2,5	0,8
Arts, spectacles et activités récréatives . . . . .	-7	-0,1	0,2	-54	-0,9	128	3,5	74	0,7	0,9
Autres activités de services . . .	354	2,1	0,3	199	1,7	466	5,9	665	3,4	0,7
<b>Total . . . . .</b>	<b>5 390</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>341</b>	<b>0,0</b>	<b>7 501</b>	<b>1,6</b>	<b>7 842</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,2</b>

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

## Annexe 4

### HEURES OUVRÉES<sup>(1)</sup>

	Unités, par an (population totale)									Pourcentages de variation entre 2012 et 2013 (population réduite)		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012			Par équi- valent temps plein	Par travail- leur à temps plein	Par travail- leur à temps partiel
	Par équivalent temps plein						Par équi- valent temps plein	Par travail- leur à temps plein	Par travail- leur à temps partiel			
Agriculture, sylviculture et pêche	1 605	1 621	1 622	1 611	1 638	1 666	1 658	1 657	960	-0,6	-0,6	0,9
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets . . . . .	1 520	1 524	1 513	1 446	1 492	1 499	1 490	1 492	1 007	-0,2	-0,2	0,3
Industries extractives . . . . .	1 479	1 499	1 509	1 447	1 437	1 485	1 448	1 447	1 034	-2,7	-2,8	-1,5
Industrie manufacturière . . . . .	1 522	1 523	1 513	1 439	1 490	1 497	1 488	1 491	1 001	-0,1	-0,2	0,4
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	1 400	1 460	1 465	1 466	1 485	1 472	1 488	1 476	1 118	-2,2	-0,9	-3,3
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution . . .	1 593	1 570	1 562	1 551	1 544	1 551	1 534	1 536	1 045	-0,3	-0,3	0,8
Construction . . . . .	1 450	1 452	1 467	1 433	1 420	1 468	1 443	1 438	998	-1,4	-1,5	-1,2
Commerce, transports, hébergement et restauration . . .	1 579	1 576	1 576	1 556	1 559	1 558	1 557	1 565	915	0,4	-0,6	4,1
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles . . . . .	1 590	1 589	1 591	1 575	1 579	1 578	1 570	1 580	966	-0,1	-0,5	1,2
Transports et entreposage . . .	1 565	1 560	1 554	1 528	1 530	1 527	1 539	1 551	976	1,4	-0,9	15,8
Hébergement et restauration . .	1 564	1 557	1 556	1 531	1 538	1 539	1 539	1 523	719	-1,0	-0,6	-2,3
Information et communication . .	1 606	1 602	1 604	1 599	1 601	1 593	1 601	1 609	1 025	-0,1	-0,2	7,1
Activités financières et d'assurance . . . . .	1 423	1 438	1 438	1 426	1 439	1 442	1 445	1 444	1 000	-0,2	1,0	-4,5
Activités immobilières . . . . .	1 588	1 586	1 596	1 567	1 560	1 561	1 556	1 557	965	0,2	-0,2	-5,2
Services aux entreprises . . . . .	1 588	1 592	1 605	1 569	1 570	1 569	1 553	1 563	949	-0,2	0,2	-1,1
Activités spécialisées, scientifiques et techniques . . .	1 626	1 631	1 648	1 625	1 627	1 622	1 624	1 627	1 050	-0,1	-0,3	0,7
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(2)</sup> . .	1 547	1 547	1 557	1 507	1 510	1 513	1 478	1 467	911	-0,2	0,9	-1,8
Santé humaine et action sociale	1 487	1 464	1 487	1 462	1 469	1 458	1 449	1 438	919	-0,3	-0,4	0,0
Culture, loisirs et autres services	1 566	1 576	1 573	1 564	1 564	1 559	1 561	1 568	887	-0,9	-1,3	-1,8
Arts, spectacles et activités récréatives . . . . .	1 606	1 618	1 610	1 609	1 592	1 601	1 606	1 604	796	0,8	0,4	1,6
Autres activités de services . . .	1 547	1 556	1 555	1 542	1 551	1 540	1 540	1 549	925	-1,8	-2,2	-3,3
<b>Total</b> . . . . .	<b>1 531</b>	<b>1 530</b>	<b>1 531</b>	<b>1 497</b>	<b>1 510</b>	<b>1 513</b>	<b>1 506</b>	<b>1 510</b>	<b>936</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Par les travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

## Annexe 5

### VENTILATION DES TRAVAILLEURS<sup>(1)</sup> SELON LE CONTRAT DE TRAVAIL ET LE GENRE

(pourcentages du total de l'emploi au 31 décembre)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012	2013
	(population totale)							(population réduite)	
<b>Selon le contrat de travail</b>									
Contrat à durée indéterminée .....	93,6	93,6	93,4	93,8	93,5	93,1	93,3	94,1	94,0
Contrat à durée déterminée .....	5,3	5,3	5,5	5,1	5,4	5,7	5,6	5,0	5,0
Agriculture, sylviculture et pêche .....	6,4	13,2	11,7	11,5	11,2	9,1	12,2	9,9	9,8
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets .....	4,4	4,6	4,4	2,9	3,6	4,2	3,8	3,7	3,6
Industries extractives .....	8,2	7,0	6,1	4,5	4,9	5,2	4,4	4,3	2,6
Industrie manufacturière .....	4,3	4,7	4,4	2,8	3,6	4,2	3,9	3,7	3,7
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné .....	7,3	5,2	6,0	5,3	4,7	4,3	3,5	3,5	3,3
Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution .....	3,7	3,1	3,0	2,1	2,4	2,7	2,5	2,7	2,7
Construction .....	3,2	3,3	3,5	3,7	3,6	3,8	4,0	3,0	3,1
Commerce, transports, hébergement et restauration .....	6,0	6,0	6,5	6,6	6,7	7,3	7,3	6,0	6,4
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles .....	5,8	5,9	6,6	6,5	7,4	8,0	7,7	6,9	7,1
Transports et entreposage .....	3,2	3,3	3,3	3,3	2,5	2,8	2,5	2,1	2,2
Hébergement et restauration .....	15,6	14,9	15,9	15,9	14,9	15,9	18,1	15,6	17,6
Information et communication .....	3,9	3,2	3,1	2,5	2,3	3,4	2,7	2,6	2,5
Activités financières et d'assurance .....	3,0	2,7	2,1	2,1	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4
Activités immobilières .....	4,3	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	6,8	1,5	1,4
Services aux entreprises .....	4,5	4,7	4,1	3,8	4,0	3,8	4,0	3,4	3,5
Activités spécialisées, scientifiques et techniques .....	3,4	3,0	3,2	3,3	3,6	3,2	3,5	3,0	3,1
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(2)</sup> .....	5,4	6,3	4,9	4,1	4,3	4,4	4,5	3,7	3,9
Santé humaine et action sociale .....	7,6	7,2	7,6	7,4	7,6	7,6	7,5	7,5	7,3
Culture, loisirs et autres services .....	7,7	8,1	8,9	10,1	10,7	10,3	10,2	10,0	10,3
Arts, spectacles et activités récréatives .....	9,8	9,4	11,4	13,1	13,8	12,6	11,9	10,9	12,8
Autres activités de services .....	6,8	7,4	7,7	8,6	9,3	9,4	9,4	9,5	9,1
Contrat de remplacement .....	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
Contrat pour l'exécution d'un travail défini .....	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Selon le genre</b>									
Hommes .....	59,9	59,5	58,0	57,2	56,4	56,2	55,7	57,3	57,0
Femmes .....	40,2	40,5	42,0	42,8	43,6	43,8	44,3	42,7	43,0

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

## Annexe 6

### VENTILATION DE L'EMPLOI SELON LE STATUT DES TRAVAILLEURS DANS LES ENTREPRISES DÉPOSANT UN SCHEMA COMPLET

(pourcentages de l'emploi moyen exprimé en ETP)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012	2013
	(population totale)							(population réduite)	
<b>Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel</b>	<b>93,6</b>	<b>93,4</b>	<b>93,8</b>	<b>96,3</b>	<b>95,6</b>	<b>95,2</b>	<b>95,7</b>	<b>95,7</b>	<b>95,9</b>
<b>Personnel intérimaire</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
Agriculture, sylviculture et pêche	8,0	8,9	9,6	9,8	5,4	4,6	6,2	6,8	7,4
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets	6,1	6,4	5,8	4,1	5,5	6,0	5,4	5,4	5,2
Industries extractives	2,8	3,2	3,4	2,2	2,7	3,5	3,0	2,8	2,6
Industrie manufacturière	6,3	6,5	6,0	4,2	5,7	6,3	5,6	5,8	5,5
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	1,5	2,3	1,4	1,6	1,7	1,1	1,2	1,1	1,1
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution	6,4	6,7	6,3	5,5	6,3	6,3	5,7	4,7	4,8
Construction	2,0	2,2	2,0	1,8	1,8	2,0	2,0	1,9	1,7
Commerce, transports, hébergement et restauration	4,2	4,5	4,7	3,8	4,3	4,8	4,6	4,5	4,4
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles	4,3	4,4	4,4	3,8	4,2	4,5	4,3	4,3	4,2
Transports et entreposage	4,0	4,4	4,8	3,8	4,2	4,9	4,9	4,7	4,6
Hébergement et restauration	6,3	7,1	7,1	5,5	6,7	7,0	5,6	5,6	6,1
Information et communication	2,8	3,2	3,2	2,5	2,5	2,7	2,6	2,5	2,4
Activités financières et d'assurance	1,0	1,1	1,0	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
Activités immobilières	1,7	2,0	2,2	1,7	1,9	1,6	1,4	1,2	1,3
Services aux entreprises	3,8	4,1	3,8	3,0	3,4	3,7	3,6	3,5	3,2
Activités spécialisées, scientifiques et techniques	3,5	3,6	4,1	3,2	3,7	3,6	3,3	3,6	3,4
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(1)</sup>	4,0	4,5	3,6	2,7	3,1	3,9	4,0	3,5	3,0
Santé humaine et action sociale	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
Culture, loisirs et autres services	4,2	3,9	4,4	4,0	4,2	4,1	3,5	3,5	3,1
Arts, spectacles et activités récréatives	4,2	4,0	4,0	3,5	3,6	3,9	4,3	4,2	3,2
Autres activités de services	4,1	3,9	4,5	4,2	4,5	4,1	3,1	3,3	3,0
<b>Personnel mis à la disposition de l'entreprise<sup>(2)</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

(2) Les travailleurs liés à une entreprise et qui sont mis à la disposition d'une autre société soumise à l'obligation de dépôt d'un bilan social sont comptabilisés deux fois.

## Annexe 7

### FRAIS DE PERSONNEL PAR ETP<sup>(1)</sup>

	Euros, par an (population totale)							Pourcentages de variation entre 2012 et 2013 (population réduite)
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Agriculture, sylviculture et pêche . . . . .	30 592	30 782	31 158	32 159	32 858	33 328	34 782	1,9
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets . . . . .	53 953	55 169	57 843	57 065	59 835	62 469	63 763	2,5
Industries extractives . . . . .	48 001	50 672	52 480	52 776	53 527	57 423	56 927	3,6
Industrie manufacturière . . . . .	52 806	54 688	56 464	55 520	58 480	60 440	62 285	2,7
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	89 647	88 061	97 976	92 633	93 488	105 915	98 175	0,9
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution . . . . .	47 698	49 114	51 375	53 088	53 489	56 741	57 789	2,3
Construction . . . . .	39 368	40 447	42 505	43 050	43 105	45 563	46 769	1,0
Commerce, transports, hébergement et restauration . . . . .	44 223	45 364	47 372	48 801	48 963	50 074	51 243	2,4
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles . . . . .	45 061	46 409	48 319	49 838	49 931	51 074	52 182	2,6
Transports et entreposage . . . . .	46 127	47 141	49 546	50 821	51 157	52 560	53 962	2,2
Hébergement et restauration . . . . .	29 479	30 070	31 710	33 403	34 270	34 953	36 146	3,7
Information et communication . . . . .	61 912	63 370	66 060	67 933	68 582	70 594	71 209	2,8
Activités financières et d'assurance . . . . .	70 908	72 829	77 266	78 470	78 416	80 780	84 017	1,1
Activités immobilières . . . . .	43 181	43 826	45 972	47 246	47 864	49 669	50 912	3,6
Services aux entreprises . . . . .	49 857	50 850	52 812	52 903	52 518	53 609	54 518	1,2
Activités spécialisées, scientifiques et techniques . . . . .	59 670	61 130	63 752	64 006	64 186	65 468	66 523	1,7
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(2)</sup> . . . . .	39 160	38 997	40 531	40 897	40 266	41 205	42 032	0,6
Santé humaine et action sociale . . . . .	40 318	39 691	43 061	43 770	44 884	46 164	47 181	3,3
Culture, loisirs et autres services . . . . .	37 719	40 588	41 697	43 918	44 278	44 790	47 212	1,7
Arts, spectacles et activités récréatives	40 426	42 974	43 554	46 965	45 771	46 893	49 475	0,8
Autres activités de services . . . . .	36 443	39 417	40 810	42 470	43 574	43 850	46 152	2,3
<b>Total</b> . . . . .	<b>48 648</b>	<b>49 479</b>	<b>51 865</b>	<b>52 203</b>	<b>52 980</b>	<b>54 544</b>	<b>55 791</b>	<b>2,2</b>

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Rubrique 1023 / rubrique 1003.

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

## Annexe 8

### FRAIS DE PERSONNEL PAR HEURE OUVRÉE<sup>(1)</sup>

	Euros (population totale)							Pourcentages de variation entre 2012 et 2013 (population réduite)
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Agriculture, sylviculture et pêche . . . . .	19,1	19,0	19,2	20,0	20,1	20,0	21,0	2,5
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets . . . . .	35,5	36,2	38,2	39,5	40,1	41,7	42,8	2,7
Industries extractives . . . . .	32,5	33,8	34,8	36,5	37,2	38,7	39,3	6,5
Industrie manufacturière . . . . .	34,7	35,9	37,3	38,6	39,3	40,4	41,9	2,8
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	64,1	60,3	66,9	63,2	63,0	72,0	66,0	3,2
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution . . . . .	29,9	31,3	32,9	34,2	34,6	36,6	37,7	2,6
Construction . . . . .	27,2	27,9	29,0	30,0	30,4	31,0	32,4	2,5
Commerce, transports, hébergement et restauration . . . . .	28,0	28,8	30,1	31,4	31,4	32,1	32,9	2,1
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles . . . . .	28,3	29,2	30,4	31,6	31,6	32,4	33,2	2,7
Transports et entreposage . . . . .	29,5	30,2	31,9	33,3	33,4	34,4	35,1	0,7
Hébergement et restauration . . . . .	18,8	19,3	20,4	21,8	22,3	22,7	23,5	4,8
Information et communication . . . . .	38,6	39,6	41,2	42,5	42,8	44,3	44,5	2,9
Activités financières et d'assurance . . . . .	49,8	50,7	53,7	55,0	54,5	56,0	58,2	1,3
Activités immobilières . . . . .	27,2	27,6	28,8	30,2	30,7	31,8	32,7	3,4
Services aux entreprises . . . . .	31,4	31,9	32,9	33,7	33,4	34,2	35,1	1,4
Activités spécialisées, scientifiques et techniques . . . . .	36,7	37,5	38,7	39,4	39,4	40,4	41,0	1,9
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(2)</sup> . . . . .	25,3	25,2	26,0	27,1	26,7	27,2	28,4	0,8
Santé humaine et action sociale . . . . .	27,1	27,1	29,0	29,9	30,5	31,7	32,6	3,5
Culture, loisirs et autres services . . . . .	24,1	25,7	26,5	28,1	28,3	28,7	30,2	2,7
Arts, spectacles et activités récréatives	25,2	26,6	27,1	29,2	28,8	29,3	30,8	-0,1
Autres activités de services . . . . .	23,6	25,3	26,2	27,5	28,1	28,5	30,0	4,1
<b>Total . . . . .</b>	<b>31,8</b>	<b>32,3</b>	<b>33,9</b>	<b>34,9</b>	<b>35,1</b>	<b>36,0</b>	<b>37,0</b>	<b>2,3</b>

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Rubrique 1023 / rubrique 1013.

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

## Annexe 9

### FORMATION, EN 2013, DANS LES ENTREPRISES DE LA POPULATION RÉDUITE

	Participants à une activité de formation <sup>(1)</sup>			Heures consacrées aux activités de formation				Coûts nets liés aux activités de formation <sup>(2)</sup>			
	(pourcentages de l'emploi moyen)			(pourcentages des heures ouvrées)				(pourcentages des frais de personnel)			
	For- melle <sup>(3)</sup>	Infor- melle <sup>(4)</sup>	Ini- tiale <sup>(5)</sup>	For- melle <sup>(3)</sup>	Infor- melle <sup>(4)</sup>	Ini- tiale <sup>(5)</sup>	Total	For- melle <sup>(3)</sup>	Infor- melle <sup>(4)</sup>	Ini- tiale <sup>(5)</sup>	Total
Agriculture, sylviculture et pêche	6,4	8,7	1,6	0,1	0,3	0,3	0,8	0,14	0,46	0,06	0,66
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets . . . . .	50,4	29,2	1,4	0,9	0,7	0,1	1,8	1,43	0,70	0,05	2,18
Industries extractives . . . . .	47,4	24,1	0,1	0,7	0,7	0,0	1,5	0,97	0,74	0,01	1,73
Industrie manufacturière . . . . .	48,0	29,6	1,5	0,8	0,8	0,2	1,8	1,22	0,75	0,05	2,02
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	76,0	34,6	0,0	2,2	0,5	0,0	2,8	3,83	0,51	0,00	4,34
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution . . . . .	64,0	16,9	2,7	0,9	0,3	0,1	1,3	1,19	0,28	0,04	1,50
Construction . . . . .	27,5	13,1	2,1	0,5	0,3	0,8	1,5	0,55	0,29	0,13	0,97
Commerce, transports, hébergement et restauration . . . . .	36,6	18,1	1,4	0,8	0,4	0,3	1,5	1,24	0,36	0,05	1,65
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles . . . . .	30,5	15,1	1,8	0,5	0,4	0,5	1,4	0,73	0,42	0,08	1,23
Transports et entreposage . . . . .	53,0	25,4	0,4	1,5	0,3	0,0	1,8	2,20	0,29	0,01	2,49
Hébergement et restauration . . . . .	15,5	10,4	2,1	0,3	0,3	0,6	1,1	0,34	0,26	0,10	0,71
Information et communication . . . . .	53,3	18,4	1,5	1,1	0,3	0,1	1,5	1,60	0,28	0,04	1,92
Activités financières et d'assurance . . . . .	65,6	39,3	0,2	1,2	0,9	0,0	2,1	1,92	0,63	0,01	2,55
Activités immobilières . . . . .	18,9	11,8	1,4	0,3	0,2	0,5	0,9	0,34	0,16	0,08	0,58
Services aux entreprises . . . . .	30,8	18,4	0,9	0,6	0,3	0,2	1,0	0,77	0,31	0,04	1,12
Activités spécialisées, scientifiques et techniques . . . . .	34,0	17,4	1,1	0,6	0,3	0,2	1,1	0,78	0,29	0,04	1,11
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(6)</sup> . . . . .	28,1	19,3	0,7	0,5	0,3	0,2	1,0	0,76	0,34	0,04	1,14
Santé humaine et action sociale	53,2	35,1	0,8	1,3	0,5	0,3	2,2	0,95	0,48	0,18	1,62
Culture, loisirs et autres services	22,1	14,5	1,5	0,4	0,2	0,6	1,1	0,60	0,19	0,09	0,89
Arts, spectacles et activités récréatives . . . . .	14,1	7,7	1,6	0,3	0,1	0,3	0,6	0,36	0,11	0,06	0,54
Autres activités de services . . . . .	26,1	17,9	1,4	0,5	0,2	0,7	1,4	0,73	0,23	0,10	1,06
<b>Total . . . . .</b>	<b>43,9</b>	<b>24,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,23</b>	<b>0,49</b>	<b>0,07</b>	<b>1,78</b>

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) En raison des doubles comptages liés au fait qu'une même personne peut avoir participé à plus d'un type de formation, aucun total n'est calculé ici.

(2) Coûts bruts, desquels on déduit les subventions et autres avantages financiers reçus. Les coûts nets de formation formelle comprennent par ailleurs les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs.

(3) Cours et stages conçus et dispensés par des formateurs responsables de leur organisation et de leur contenu, à l'intention d'un groupe d'apprenants, dans des locaux distincts du lieu de travail.

(4) Autres activités d'apprentissage, dont l'organisation et le contenu sont largement déterminés par l'apprenant en fonction de ses besoins propres, en relation directe avec le travail ou le lieu de travail. Ces activités comprennent également la participation à des conférences ou à des foires commerciales dans un but d'apprentissage.

(5) Formation, d'une durée minimale de six mois, délivrée aux personnes occupées dans le cadre de systèmes alternant formation et travail en entreprise, en vue de l'acquisition d'un diplôme.

(6) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

## Annexe 10

### FORMATION, EN 2013, DANS LES ENTREPRISES FORMATRICES DE LA POPULATION RÉDUITE

	Heures consacrées aux activités de formation (moyennes par participant, en heures)			Coûts nets liés aux activités de formation <sup>(1)</sup> (moyennes par heure de formation, en euros)		
	Formelle <sup>(2)</sup>	Informelle <sup>(3)</sup>	Initiale <sup>(4)</sup>	Formelle <sup>(2)</sup>	Informelle <sup>(3)</sup>	Initiale <sup>(4)</sup>
Agriculture, sylviculture et pêche .....	22	59	302	26,9	30,4	4,3
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets .....	26	36	140	66,7	43,0	15,1
Industries extractives .....	21	40	540	54,1	44,8	15,5
Industrie manufacturière .....	25	37	153	59,7	42,4	14,8
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné .....	42	22	200	115,7	65,6	53,6
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution .....	20	30	28	51,8	31,9	28,9
Construction .....	23	29	529	34,3	36,6	5,5
Commerce, transports, hébergement et restauration .....	31	28	332	49,7	34,7	5,8
Commerce; réparations de véhicules automobiles et de motocycles .....	22	37	362	47,8	36,0	5,9
Transports et entreposage .....	40	18	146	51,7	33,3	9,3
Hébergement et restauration .....	21	27	301	25,5	26,1	4,5
Information et communication .....	31	29	113	65,5	37,6	19,1
Activités financières et d'assurance .....	24	29	385	94,2	43,0	8,3
Activités immobilières .....	20	21	481	39,7	32,0	5,7
Services aux entreprises .....	24	22	239	44,7	36,8	9,3
Activités spécialisées, scientifiques et techniques .....	27	28	225	49,6	38,1	10,3
Activités de services administratifs et de soutien <sup>(5)</sup> .....	22	17	258	38,5	35,2	8,3
Santé humaine et action sociale .....	28	18	441	23,2	30,2	20,3
Culture, loisirs et autres services .....	23	15	484	44,8	36,3	5,0
Arts, spectacles et activités récréatives .....	24	18	217	43,3	35,4	7,6
Autres activités de services .....	23	14	634	45,3	36,5	4,5
<b>Total</b> .....	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>304</b>	<b>50,8</b>	<b>38,1</b>	<b>10,1</b>

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Coûts bruts, desquels on déduit les subventions et autres avantages financiers reçus. Les coûts nets de formation formelle comprennent par ailleurs les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs.

(2) Cours et stages conçus et dispensés par des formateurs responsables de leur organisation et de leur contenu, à l'intention d'un groupe d'apprenants, dans des locaux distincts du lieu de travail.

(3) Autres activités d'apprentissage, dont l'organisation et le contenu sont largement déterminés par l'apprenant en fonction de ses besoins propres, en relation directe avec le travail ou le lieu de travail. Ces activités comprennent également la participation à des conférences ou à des foires commerciales dans un but d'apprentissage.

(4) Formation, d'une durée minimale de six mois, délivrée aux personnes occupées dans le cadre de systèmes alternant formation et travail en entreprise, en vue de l'acquisition d'un diplôme.

(5) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

## Annexe 11

### NATURE ET STRUCTURE DES CONTRATS DE TRAVAIL SELON LES RÉGIONS

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Pourcentages de variation entre 2012 et 2013
	(population totale)							(population réduite)
<b>Travail à temps partiel</b>								
(pourcentages de l'emploi au 31 décembre)								
Entreprises unirégionales .....	26,2	26,6	27,8	29,9	30,6	30,9	31,3	1,7
Bruxelles .....	23,1	24,2	25,8	28,2	30,1	30,8	31,0	1,4
Flandre .....	26,7	26,8	28,0	30,0	30,7	30,7	31,1	1,7
Wallonie .....	26,0	26,9	28,1	30,3	30,8	31,3	32,0	1,9
Entreprises multirégionales .....	29,3	30,5	30,6	31,8	32,5	32,4	32,3	0,1
<b>Total .....</b>	<b>27,0</b>	<b>27,6</b>	<b>28,5</b>	<b>30,4</b>	<b>31,1</b>	<b>31,3</b>	<b>32,3</b>	<b>1,2</b>
<b>Travail temporaire<sup>(1)</sup></b>								
(pourcentages de l'emploi au 31 décembre)								
Entreprises unirégionales .....	6,8	6,7	6,9	6,6	7,0	7,4	7,3	0,4
Bruxelles .....	6,1	6,6	6,7	6,9	7,5	7,5	7,6	7,6
Flandre .....	5,8	5,5	5,5	5,1	5,5	5,7	5,6	1,4
Wallonie .....	9,5	9,6	10,6	10,2	10,5	11,2	11,0	-2,8
Entreprises multirégionales .....	5,5	5,5	5,5	5,0	5,1	5,4	5,1	2,4
<b>Total .....</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>
<b>Travail intérimaire dans les entreprises déposant un schéma complet</b>								
(pourcentages de l'emploi ETP moyen)								
Entreprises unirégionales .....	4,6	4,8	4,2	3,2	3,7	4,0	3,7	-4,4
Bruxelles .....	2,8	3,2	2,5	2,6	3,2	3,3	2,9	-14,7
Flandre .....	4,8	5,1	4,5	3,2	3,8	4,2	3,9	-2,0
Wallonie .....	4,5	4,7	4,4	3,2	3,8	3,7	3,2	-8,4
Entreprises multirégionales .....	2,4	2,7	2,7	2,1	2,5	2,9	2,7	-5,1
<b>Total .....</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>-4,4</b>

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Contrats à durée déterminée, de remplacement, ou pour l'exécution d'un travail défini.

## Annexe 12

### DURÉE ET COÛT DU TRAVAIL SELON LES RÉGIONS

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Pourcentages de variation entre 2012 et 2013
	(population totale)							(population réduite)
<b>Heures ouvrées par ETP</b> (unités, par an)								
Entreprises unirégionales .....	1 549	1 544	1 546	1 508	1 522	1 527	1 519	-0,3
Bruxelles .....	1 577	1 581	1 588	1 563	1 575	1 562	1 564	-0,2
Flandre .....	1 554	1 548	1 547	1 508	1 525	1 529	1 523	-0,2
Wallonie .....	1 523	1 521	1 525	1 484	1 494	1 506	1 494	-0,7
Entreprises multirégionales .....	1 483	1 488	1 489	1 466	1 477	1 474	1 467	0,2
<b>Total .....</b>	<b>1 531</b>	<b>1 530</b>	<b>1 531</b>	<b>1 497</b>	<b>1 510</b>	<b>1 513</b>	<b>1 506</b>	<b>-0,2</b>
<b>Frais de personnel par ETP</b> (euros, par an)								
Entreprises unirégionales .....	45 924	47 053	49 123	49 293	49 996	51 422	52 658	2,3
Bruxelles .....	54 053	55 555	58 714	58 322	58 470	58 166	59 521	1,6
Flandre .....	46 001	47 351	49 289	49 424	50 237	51 883	53 215	2,2
Wallonie .....	42 280	42 857	44 719	45 201	45 955	47 573	48 486	2,8
Entreprises multirégionales .....	56 011	56 301	59 639	60 533	61 499	63 733	65 170	2,1
<b>Total .....</b>	<b>48 648</b>	<b>49 479</b>	<b>51 865</b>	<b>52 203</b>	<b>52 980</b>	<b>54 544</b>	<b>55 791</b>	<b>2,2</b>
<b>Frais de personnel par heure ouvrée</b> (euros)								
Entreprises unirégionales .....	29,7	30,5	31,8	32,7	32,8	33,7	34,7	2,6
Bruxelles .....	34,3	35,1	37,0	37,3	37,1	37,2	38,1	1,8
Flandre .....	29,6	30,6	31,9	32,8	32,9	33,9	35,0	2,4
Wallonie .....	27,8	28,2	29,3	30,5	30,8	31,6	32,5	3,5
Entreprises multirégionales .....	37,8	37,8	40,1	41,3	41,6	43,2	44,4	2,0
<b>Total .....</b>	<b>31,8</b>	<b>32,3</b>	<b>33,9</b>	<b>34,9</b>	<b>35,1</b>	<b>36,0</b>	<b>37,0</b>	<b>2,3</b>

Source : BNB (bilans sociaux).

## Annexe 13

### FORMATION FORMELLE DANS L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES: VENTILATION SELON LES RÉGIONS <sup>(1)(2)</sup>

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Pourcentages de variation entre 2012 et 2013
	(population totale)							(population réduite)
<b>Participants à une activité de formation</b> (pourcentages de l'emploi moyen)								
Entreprises unirégionales .....	26,3	26,0	26,6	27,8	29,1	29,8	31,8	3,8
Bruxelles .....	26,6	24,7	25,8	26,9	27,2	27,3	28,3	-0,4
Flandre .....	27,9	27,9	27,7	28,9	30,2	31,3	33,9	3,5
Wallonie .....	21,9	21,9	24,3	25,8	27,2	27,5	28,2	6,3
Entreprises multirégionales .....	61,5	61,4	54,6	56,4	58,7	58,9	61,5	0,6
<b>Total .....</b>	<b>35,7</b>	<b>35,2</b>	<b>33,8</b>	<b>35,2</b>	<b>36,7</b>	<b>37,1</b>	<b>39,1</b>	<b>2,1</b>
<b>Heures consacrées aux activités de formation</b> (pourcentages des heures ouvrées)								
Entreprises unirégionales .....	0,53	0,55	0,50	0,53	0,55	0,56	0,60	0,1
Bruxelles .....	0,56	0,54	0,50	0,52	0,53	0,54	0,54	-4,4
Flandre .....	0,57	0,57	0,53	0,55	0,57	0,59	0,65	0,5
Wallonie .....	0,43	0,50	0,42	0,46	0,52	0,49	0,52	0,7
Entreprises multirégionales .....	1,47	1,55	1,42	1,38	1,28	1,26	1,34	12,3
<b>Total .....</b>	<b>0,77</b>	<b>0,80</b>	<b>0,73</b>	<b>0,74</b>	<b>0,73</b>	<b>0,73</b>	<b>0,78</b>	<b>5,3</b>
<b>Coûts nets liés aux activités de formation <sup>(3)</sup></b> (pourcentages des frais de personnel)								
Entreprises unirégionales .....	0,70	0,71	0,71	0,66	0,72	0,77	0,82	-2,1
Bruxelles .....	0,70	0,73	0,67	0,61	0,75	0,77	0,73	2,7
Flandre .....	0,73	0,73	0,73	0,67	0,69	0,78	0,85	-4,6
Wallonie .....	0,60	0,67	0,66	0,68	0,78	0,74	0,77	2,8
Entreprises multirégionales .....	2,27	2,35	2,17	1,98	2,01	2,00	2,01	-0,7
<b>Total .....</b>	<b>1,19</b>	<b>1,20</b>	<b>1,15</b>	<b>1,06</b>	<b>1,11</b>	<b>1,13</b>	<b>1,16</b>	<b>-1,8</b>
<b>Entreprises formatrices</b> (pourcentages du total des entreprises)								
Entreprises unirégionales .....	6,1	6,5	10,9	11,6	12,1	11,6	14,0	3,9
Bruxelles .....	6,9	7,1	10,7	11,3	11,8	11,0	13,3	1,0
Flandre .....	6,7	7,1	11,4	12,2	12,4	12,1	14,7	5,9
Wallonie .....	4,5	4,9	9,9	10,6	11,5	10,7	12,8	-0,5
Entreprises multirégionales .....	43,4	42,0	50,0	52,8	55,9	57,1	60,8	2,3
<b>Total .....</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,2</b>	<b>12,7</b>	<b>12,2</b>	<b>14,6</b>	<b>3,8</b>

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) L'introduction d'un nouveau formulaire du bilan social applicable aux exercices clôturés à partir du 1<sup>er</sup> décembre 2008 engendre une rupture de série entre les données relatives aux exercices 2008 et suivants et celles relatives aux exercices antérieurs.

(2) Cours et stages conçus et dispensés par des formateurs responsables de leur organisation et de leur contenu, à l'intention d'un groupe d'apprenants, dans des locaux distincts du lieu de travail.

(3) Coûts bruts, desquels on déduit les subventions et autres avantages financiers reçus et auxquels on ajoute les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs.

# Summaries of articles

## Economic projections for Belgium – Autumn 2014

This article presents the Bank's new macroeconomic projections for 2014-2016. They have been produced for the first time on the basis of the national accounts ESA 2010. They already take account of the measures adopted by the new federal government and the federated entities in accordance with the provisions applicable to Eurosystem projection exercises. Among those measures, the temporary suspension of the mechanisms for the indexation of wages and replacement incomes will have a major influence on future macroeconomic developments and the effects of that measure have thus received special attention in the article.

Despite a mixed picture in the first half of the year, the global economy is currently maintaining a modest recovery which should strengthen in the years ahead. According to the Eurosystem projections, real GDP growth in the euro area will come to 0.8 % in 2014, strengthening to 1.5 % in 2016. As to Belgium, the expansion of activity is likely to remain moderate in 2014 (1 %) and in 2015 (0.9%), gathering pace to 1.4 % in 2016. The stronger growth that year will be due mainly to net exports, which will gain momentum as the improvement in cost competitiveness, driven by the measures aimed at reducing labour costs, is gradually reflected in the export performance of Belgian firms.

In 2014, net job creations should amount to almost 18 000, but will be confined mainly to the non-market service branches and self-employed activity. A cumulative total of around 45 000 extra jobs should be created in 2015 and 2016, as a result of stronger growth and the reduction in labour costs. Taking account of the expected movement in the labour force, the unemployment rate would decline slightly from 2016 onwards only.

Inflation, which has fallen steeply in Belgium in recent months is expected to dip to 0.6 % in 2014, a very low level attributable partly to the cut in VAT on electricity, and in line with widespread disinflation in the euro area. In 2015 and 2016 the package of measures aimed at reducing labour costs should compress core inflation, but headline inflation is likely to rise slightly, reaching 1.2 % in 2016 as a result of higher energy and food prices.

The public deficit is expected to fall significantly over the projection horizon, declining from 3.2 % of GDP in 2014 to 2.1 % in 2016. The public debt is forecast to stabilise at around 107 % of GDP.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

## Normalisation of monetary policy: prospects and divergences

Although the world's leading central banks are currently still conducting a decidedly expansionary monetary policy, it can be assumed that, sooner or later, that policy will be tightened. In view of the divergent macroeconomic situations and prospects, the normalisation of monetary policy is likely to be asynchronous. The Federal Reserve's preparations for this normalisation are now far advanced, with the estimate of excess capacity on the labour market and the likely pressure on wages and prices as crucial elements for determining the timing and pace of the exit. In the euro area, the monetary policy stance is expected to remain extremely accommodative in a climate of very low inflation which appears to be weakening the anchoring of inflation expectations to some extent.

A challenge for the exit from the current policy stance is the implementation of a more restrictive monetary policy by means of higher interest rates, while the central bank reserves still contain a substantial liquidity surplus. In that connection, the Federal Reserve has now felt the need to expand its operational framework with a supplementary interest rate floor, namely the overnight reverse repo rate, in order to ensure the optimum transmission of the policy rates to market interest rates.

Asynchronous normalisation of monetary policy in the major advanced economies implies risks of undesirable spillover effects. The increased synchronisation in government bond yield movements shows that the euro area could well feel the impact of any potential turmoil associated with the normalisation of monetary policy in the United States. However, it is evident that, since the end of 2013, the Eurosystem has been successful in clearly establishing the independence of its monetary policy and is managing to devise a monetary policy course in line with the euro area's fundamentals. That is also apparent from the movement in the exchange rate since mid-2014.

JEL codes: E58, F41, E61

Key words: central banks' policies, open economy macroeconomics, exit strategy

## Recent changes in saving behaviour by Belgian households: the impact of uncertainty

Belgian households save a lot in comparison to the average for the euro area. Recently, the household saving rate has shown large swings. During the great recession, it temporarily jumped to a record high but since then it has gradually fallen to record lows. Different factors of a structural or cyclical nature may account for these swings. The objective of the article is to gauge to what extent uncertainty related to the general economic outlook or households' income prospects has contributed to changes in households' saving behaviour. However, uncertainty is not directly observable and needs to be estimated. Different approaches are used, including most notably an uncertainty indicator based upon the heterogeneity in the responses given by consumers to specific questions in the Bank's consumer survey. The author assesses the significance of these uncertainty indicators for household saving using an error correction model. Her empirical results suggest that, apart from reported consumer sentiment, the uncertainty surrounding households' prospects, in particular as regards their future financial situation, does also play a role in the short-term dynamics of the savings ratio and may contribute to explaining deviations from its long-run equilibrium value.

JEL codes: D411, E21

Key words: household saving behavior, uncertainty indicator

## Main lessons of the NBB's 2014 conference on "Total factor productivity: measurement, determinants and effects"

The article summarises the scientific contributions and discussions at the 2014 conference organised by the NBB on "Total factor productivity: measurement, determinants and impacts".

At this conference, six original contributions were presented and discussed. They addressed the following questions: (i) what are the implications of technological progress for the relative demand for production factors? (ii) what are the implications of ageing for the level of productivity in Belgian firms? (iii) how does competition from imports affect domestic producers? (iv) what is the link between production efficiency and the organisation of the goods and labour markets? (v) does State aid improve corporate productivity? Apart from these contributions, three lectures looked at the causes of the slowdown in total factor productivity in the advanced economies and the effect of innovations (in the form of products, processes or organisation and management) as a driver of TFP growth.

Finally, a panel of international experts discussed the main economic policies necessary to avoid what some refer to as secular stagnation.

JEL codes: D24, O3, O47

Keywords: Total Factor Productivity, potential growth

## Financial structure and results of firms in 2013

The article looks at the financial situation of non-financial corporations in Belgium over the period from 1 January to 31 December 2013. After briefly describing the methodology and the population studied, it presents an extrapolation of the main operating result items for 2013, with a breakdown by sector and size. The article then goes on to assess the financial situation of companies as regards profitability, solvency and investment. This year, a separate section presents an analysis of their available funds, which have increased a lot over recent years. This analysis focuses among others on the concepts of working capital and working capital needs.

JEL codes: G30, G33, L60, L80

Key words: firms' results, financial structure, sectoral analysis, treasury, working capital

## 2013 social balance sheet

The transposition into national law of Directive 2013/34/EU on the annual financial statements of companies, expected by no later than July 2015, could alter the statistical obligations on small firms in connection with the filing of their annual accounts. In any case, the social balance sheet can no longer form an integral part of their accounts. Nevertheless, it contains original information whose usefulness is highlighted, on the basis of the social balance sheets for 2012, by examining the individual behaviour of firms and how that behaviour varies according to the firms' size.

The analysis reveals wide variations in the specialisation and location of firms according to their size: small and very small firms, active mainly in trade and transport, construction and industry, are decidedly regional. Their workforce is generally more homogenous than that of larger firms: there is less gender diversity, and they employ fewer graduates. They also display greater uniformity of working arrangements and employment contracts. The annual working time is longer on average in small and very small firms, but there are greater variations in individual practice. On the other

hand, their hourly labour costs are lower on average than those of large firms. It is also shown that, even though the proportion of training firms is lower among small entities, the level of their training indicators is not systematically lower.

Employment contracted slightly between the end of 2012 and the end of 2013. The workforce declined in all three of Belgium's Regions and in almost all branches of activity; nonetheless, there was a clear increase in the staff registered in the "health and social work" and "business services" branches. In firms that file full-format accounts, the use of temp agency staff declined considerably in 2013. They also recorded larger numbers of staff leaving than in the previous year owing to a rise in the number of expiring temporary contracts and redundancies; conversely, there were fewer spontaneous departures. The proportion of workers receiving formal training expanded, but there was a decline in the rate of participation in informal and initial training. Similarly, the volume of hours devoted to training was up in the case of formal training but down in the other two cases. The indicator of the financial effort devoted to training declined because the formal and informal training budgets did not keep pace with the rise in staff costs, and there was a reduction in expenditure on initial training.

JEL codes: J20, J21, J22, J24, J31, J63, M53

Key words: agency worker, employment change, firing, hiring, social balance sheet, staff cost, staff turnover, temporary worker, training

# Abstracts from the Working Papers series

264. The effects of state aid on total factor productivity growth, by P. Van Cayseele, J. Konings and I. Sergent, October 2014

The paper analyses the relationship between state aid and firm performance in terms of productivity growth. To this end, the authors use all European state aid cases that were granted (either to an individual firm or a group of firms under the form of a scheme) in manufacturing between 2003 and 2011. Their findings show that state aid measures are able to enhance productivity growth when firms are constrained due to a lack of cash availability. Since laggard firms are more likely to be financially constrained, they experience more TFP growth than close-to-frontier firms when receiving state aid. This beneficial effect of state aid is mainly driven by the post-crisis years in the sample. Their results are consistent with optimal development planning by profit-maximising firms.

265. Assessing the role of ageing, feminising and better-educated workforces on TFP growth, by A. Ariu, V. Vandenberghe, October 2014

The paper uses Belgian firm-level data, covering the 1998-2006 period, to assess the impact on TFP growth of key labour force structural changes: ageing, feminisation and rise of educational attainment. Based on a Hellerstein-Neumark analytical framework, the authors show that an ageing workforce negatively affects TFP growth, whereas its feminisation and its tendency to be better-educated do not have any independent positive or negative impact. Therefore, the TFP slowdown induced by the ageing process is neither gender biased nor counterbalanced by the rising educational attainment of the workforce. These findings are robust to many additional treatments applied to the data, and controlling for the different sources of endogeneity. Quantitatively, ageing workforces account for a –4.5 percentage point loss in terms of cumulative TFP growth over the 1991-2013 period; and the projections suggest that this fall to could –fall to –7 percentage points by the mid-2020s. This pattern is not so much dictated by Belgium's demography, but rather its commitment to attain an overall employment rate of 75 % by 2020. The latter almost inevitably implies virtually doubling the current employment rate of people aged 55-64.

266. [A constrained nonparametric regression analysis of factor-biased technical change and TFP growth at the firm-level](#), by M. Verschelde, M. Dumont, B. Merlevede, G. Rayp, October 2014

Using firm-level data for Belgium, the authors study the validity of Hicks neutrality in several sectors that cover the spectrum of knowledge intensity. They find that Hicks neutrality is clearly not supported by the data in different sectors. The results are not sensitive to altering the specification of the technology by including firm age and R&D in the analysis. The authors also reject Hicks neutrality for a balanced sample, pointing to 'within-firm' factor-biased technical change and they also find factor-biased technical change in the pre-crisis era, indicating that unobserved heterogeneity in demand does not drive the results. Overall, their results point towards low-skilled-labour-saving and materials-using technical change. So far, this has received little attention and may be linked to offshoring and global value chain networks. Finally, they show that nonparametric estimates of TFP change that allow for factor biases support the evidence of the recent slowdown in TFP growth in many manufacturing sectors in Belgium. Estimates of TFP and technical change are shown to be sensitive to the estimation method and the specification of the factor bias of technical change.

267. [Market imperfections, skills and total factor productivity: Firm-level evidence on Belgium and the Netherlands](#), S. Dobbelaere, M. Vancauteran, October 2014

The paper revisits the relationship between competition and total factor productivity by analysing how the type and the degree of product and labour market imperfections affect different moments of total factor productivity distributions. Following the methodology developed in Dobbelaere and Mairesse (2013), the authors use an unbalanced panel of 5 285 firms over the period 2003-2011 in Belgium and 9 653 firms over the period 1999-2008 in the Netherlands to first classify 30 comparable manufacturing and service industries into six distinct regimes that differ in the type of competition prevailing in product and labour markets. In both countries, the dominant regime is one of imperfect competition in the product market and efficient bargaining in the labour market. The authors find important cross-country differences in the composition of industries making up the regimes and cross-country variation in the levels of product and labour market imperfection parameters within the dominant regime. They then provide clear descriptive evidence of total factor productivity distributional characteristics varying by the type of competition predominating in product and labour markets and to some extent by the degree of product and labour market imperfections. In both countries, average total factor productivity growth rates are found to be higher in high-skilled enterprises in all regimes, except where there is perfect competition in both markets.

268. [Import competition, productivity and multi-product firms](#), by E. Dhyne, A. Petrin, V. Smeets, F. Warzynski, October 2014

Using detailed firm-product level quarterly data, the authors develop an estimation framework of a Multi-Product Production Function (MPPF) and analyse firm-product level TFP estimates at various levels (industries, products). After documenting the estimation results, they relate productivity estimates with import competition, using firm and product level measures of import competition. They find that if productivity at the firm level tends to positively react to fiercer import competition, the multi-product firms' response varies according to the relative importance of the product that faces stronger import competition in their product portfolio. When import competition associated with the main product of a firm gets tougher, the firm tends to increase its efficiency in producing that core product, in which it has a productivity advantage. However, when the degree of foreign competition increases for a firm's non-core products, it tends to lower its efficiency in producing those goods.

269. International competition and firm performance: Evidence from Belgium, by J. De Loecker, C. Fuss, J. Van Biesebroeck, October 2014

The authors evaluate the impact of international competition on firm-level performance in Belgium. In the manufacturing sector, they consider both the impact of global competition through measures of import penetration and the impact of intra-EU competitiveness using measures of relative labour cost. In selected manufacturing sectors, they identify the strength of international competition through a firm's proximity to the border. In both instances, they consider the impact on a variety of performance dimensions to learn about the mechanisms and about firms' adjustment to these competitive pressures.

270. Acquisitions, productivity, and profitability: Evidence from the Japanese cotton spinning industry, by S. Braguinsky, A. Ohyama, T. Okazaki, C. Syverson, October 2014

The authors explore how changes in ownership and managerial control affect the productivity and profitability of producers. Using detailed operational, financial, and ownership data from the Japanese cotton spinning industry at the turn of the last century, they find a more nuanced picture than the straightforward "higher productivity buys lower productivity" story commonly referred to in the literature. Acquired firms' production facilities were not on average less physically productive than the plants of the acquiring firms before acquisition, assuming that they were operating. They were much less profitable, however, due to consistently higher inventory levels and lower capacity utilisation rates – differences that reflected problems in managing the uncertainties of demand. When purchased by more profitable firms, these less profitable acquired plants saw drops in inventories and gains in capacity utilisation that raised both their productivity and profitability levels, consistent with acquiring owners/managers spreading their better demand management abilities across the acquired capital.

271. Total factor productivity: Lessons from the past and directions for the future, by B. van Ark, October 2014

The paper begins with a brief review of some of the key notions and issues with regard to the measurement and use of total factor productivity metrics. The author then focuses on some empirical applications, which include the latest updates of the TFP slowdown in Europe, newly measured TFP spillovers from ICT network effects, and the impact of intangible investment on TFP. The paper concludes with a few observations with regard to policy-making aimed at reviving growth through productivity in Europe.

272. Outward foreign direct investment and domestic performance: In search of a causal link, by E. Dhyne, S. Sarisoy Guerin, October 2014

The aim of the paper is to examine causal effects on a large number of domestic performance indicators of outward foreign direct investment activities of corporations that start expanding abroad. Their results indicate that there is no evidence in their data to show that FDI has any statistically significant impact on productivity, employment and output. The only statistically significant result indicates that FDI causes positive growth in export intensity. On the other hand, when the authors restrict their sample to Belgian manufacturing firms only, they do find that switching to OFDI causes positive growth in TFP. This effect is coupled with an increase in wages and exports. On the other hand, they do not find any statistically significant evidence that internationalisation of Belgian firms causes any loss of employment for the unskilled worker as in other studies.

### 273. Economic importance of air transport and airport activities in Belgium – Report 2012, by F. Van Nieuwenhove, November 2014

The study assesses the economic importance of air transport and airport activities in Belgium in terms of value added, employment and investment over the 2009-2012 period. The sector considered embraces not only the activities directly connected with air transport, but also all the activities that take place on site at the six Belgian airports (Antwerp, Brussels, Charleroi, Kortrijk, Liège and Ostend). The study reviews the direct and indirect effects of the sector on the basis of microeconomic data (mainly obtained from the Central Balance Sheet Office) and macroeconomic data (from the National Accounts Institute). It also includes an analysis of the social balance sheet and certain ratios using Central Balance Sheet Office data.

In 2012, air transport and airport activities generated € 5.6 billion in direct and indirect value added (i.e. 1.5 % of Belgian GDP) and employed 66 200 people in full-time equivalents (FTEs) either directly or indirectly (1.7 % of domestic employment).

Brussels Airport is the country's biggest airport in terms of passenger traffic, but has seen its leading position somewhat eroded by Charleroi, which with Ryanair has staged robust growth in the low-cost segment. Meanwhile, Liège has assumed the position of leading cargo airport and currently accounts for over half of total cargo traffic to and from Belgium. Charleroi and Liège are the fastest growing airports in terms of value added and employment. With the exception of Ostend, the Flemish regional airports have also proved resilient on both counts, while Brussels Airport may be described as holding more or less steady.

### 274. Fiscal policy and TFP in the OECD: Measuring direct and indirect effects, by G. Everaert, F. Heylen, R. Schoonackers, November 2014

The paper analyses the direct and indirect effects of fiscal policy on total factor productivity (TFP) in a panel of OECD countries over the period 1970-2012. This contribution is twofold. First, when estimating the impact of fiscal policy on TFP from a production function approach, the authors identify the worldwide available level of technology by exploiting the observed strong cross-sectional dependence between countries instead of using ad-hoc proxies for technology. Second, next to direct effects, they allow for indirect effects of fiscal policy by modelling the access of countries to worldwide available technology as a function of fiscal policy and other variables. Empirically, they propose and implement a non-linear version of the Common Correlated Effects Pooled (CCEP) estimator developed by Pesaran (2006). The estimation results show that, through the direct channel, budget deficits do harm TFP. A shift towards productive expenditure has a strong positive impact on TFP, whereas a shift towards social transfers reduces TFP. Through the indirect channel, significant positive effects on a country's access to global technology come from reducing the statutory corporation tax rate and from reducing barriers to trade.

## Signes conventionnels

%	pour cent
Cf.	confer
e	estimation de la Banque
p.m.	pour mémoire
n.	non disponible

# Liste des abréviations

## Région ou pays

EA	Zone euro
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
UE27	Union européenne, à l'exclusion de la Croatie
JP	Japon

## Autres

ABS	Asset-backed securities
ASBL	Association sans but lucratif
BCE	Banque centrale européenne
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CE	Commission européenne
CNC	Commission des normes comptables
CPA	Classification of products by activity
CVTS	Continuing Vocational Training Survey (enquête harmonisée au niveau européen sur la formation professionnelle continue)
DG-ECFIN	Directorate General for Economic and Financial Affairs
DGSIE	Direction générale Statistique et Information économique
DIMONA	Déclaration Immédiate/Onmiddellijke Aangifte (message électronique par lequel l'employeur communique toute entrée et sortie de service d'un travailleur à l'ONSS ou à l'ONSSAPL)
DOLS	Dynamic Ordinary Least Squares (méthode des moindres carrés ordinaires dynamiques)
ECM	Error Correction Model (modèle à correction d'erreurs)
Eonia	Euro Overnight Index Average
EPU	Economic Policy Uncertainty (indicateur)
ETP	Équivalent temps plein
EU-KLEMS	EU level analysis of capital (K), labour (L), energy (E), materials (M) and service (S) inputs

FDIC	Federal Deposit and Insurance Corporation
FEBIAC	Fédération belge de l'industrie de l'automobile et du cycle
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee
GECE	Groupe d'experts « Compétitivité et Emploi »
GSE	Government-Sponsored Enterprises
HTVA	Hors taxe sur la valeur ajoutée
ICN	Institut des comptes nationaux
IMF	International Monetary Fund
INS	Institut national de statistique
IOER	Interest on excess reserves
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
IPP	Impôt des personnes physiques
ISBL	Institution sans but lucratif
MBS	Mortgage-backed securities
MES	Mécanisme européen de stabilité
MIR	Monetary financial institutions interest rates
MOVE	Merill Option Volatility Expectations
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NACE-Bel	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne, version belge
NACE Rév.2	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne, version révisée (2008)
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight index swaps
OLO	Obligations linéaires
OMT	Opérations monétaires sur titres
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
PCE	Personal Consumption Expenditures
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PRODCOM	PRODUCTION COMMUNAUTAIRE
PTF	Productivité totale des facteurs
R&D	Recherche et développement
SEC	Système européen des comptes
SMP	Securities Markets Programme
SOMA	System Open Market Account
S&P	Standard & Poor's
SPE	Services publics de l'emploi
SPF	Service public fédéral
SPRL	Société privée à responsabilité limitée
SVM	Support Vector Machines

TIC	Technologies de l'information et de la communication
TLTROs	Targeted long-term refinancing operations
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
VIX	Volatility Index
XBRL	Extensible business reporting language

Banque nationale de Belgique  
Société anonyme  
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise : 0203.201.340  
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles  
[www.bnb.be](http://www.bnb.be)

Éditeur responsable

**Jan Smets**

Directeur

Banque nationale de Belgique  
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

**Luc Dufresne**

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91  
[luc.dufresne@nbb.be](mailto:luc.dufresne@nbb.be)