

Inflation élevée en Belgique: réactions des politiques monétaire et budgétaire

Salima Ouerk & Hervé Godefroid | BNB |
Séminaire pour enseignants

5 octobre 2022

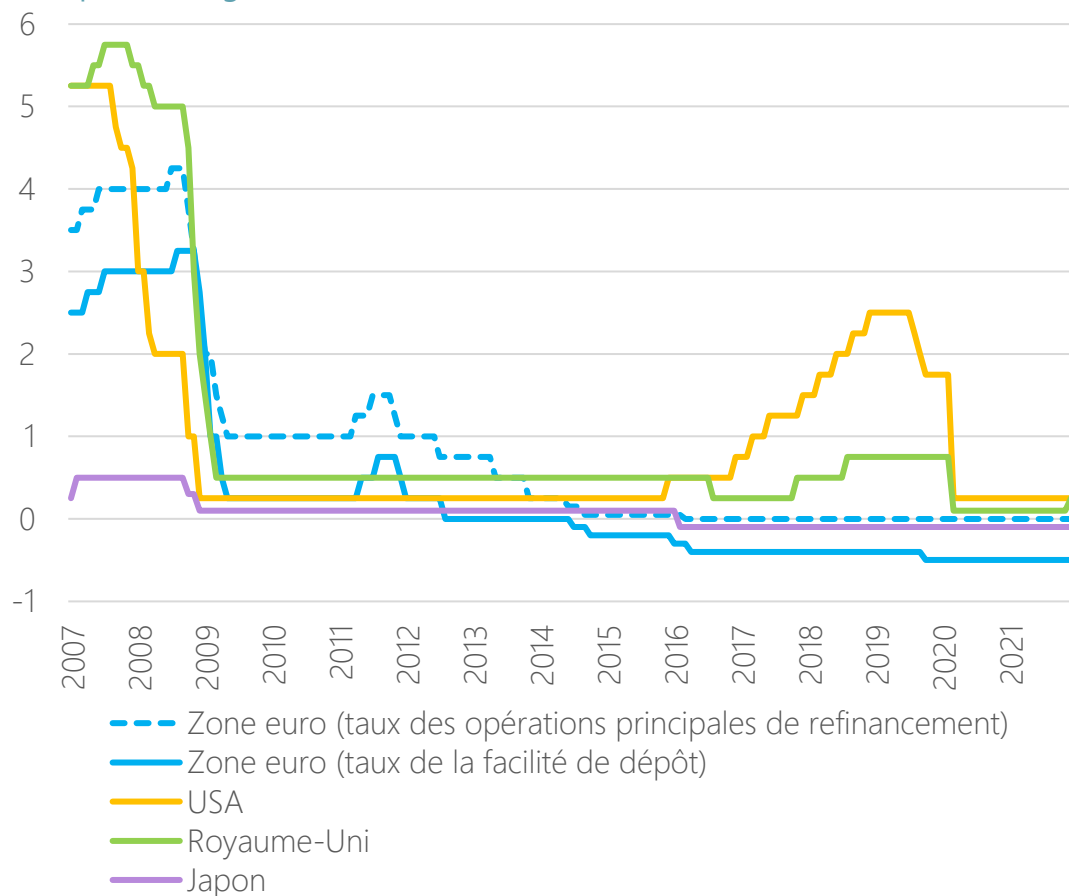
A large background image showing a dense pile of US dollar bills, including one-dollar and two-dollar bills, some bundled together with white paper bands.

 Politique monétaire

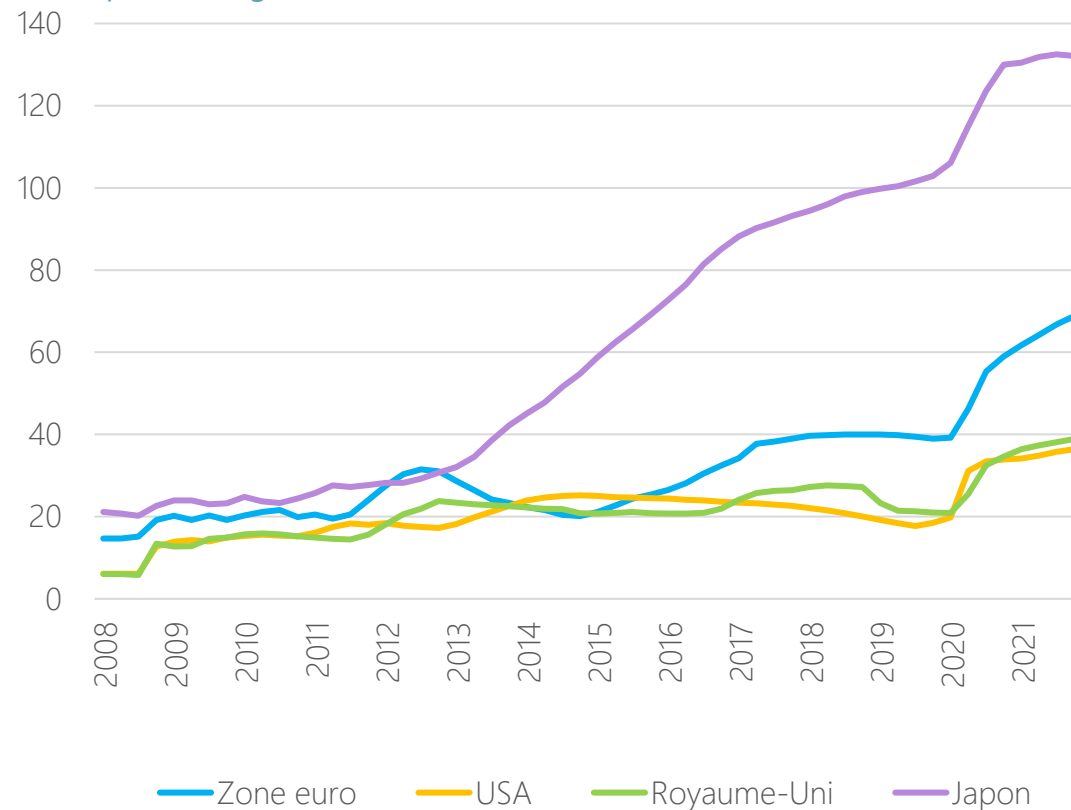
 Politique budgétaire

Resserrement « synchrone » sans précédent de la politique monétaire partout dans le monde, au départ d'un niveau inhabituel

Taux directeurs bas, voire négatifs (pourcentages)



Bilans conséquents des banques centrales (pourcentages du PIB)



Pour rappel: les mesures prises par la BCE

Bilan de la BCE

(milliards d'euros)

Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP

nouveau programme d'achats depuis mars 2020: 1 850 milliards d'euros

Asset Purchase Programme – APP

Programme d'achats *existant*, depuis 2014

20 milliards d'euros par mois depuis la fin de 2019

+ Enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros en 2020

Opérations de fourniture de liquidités

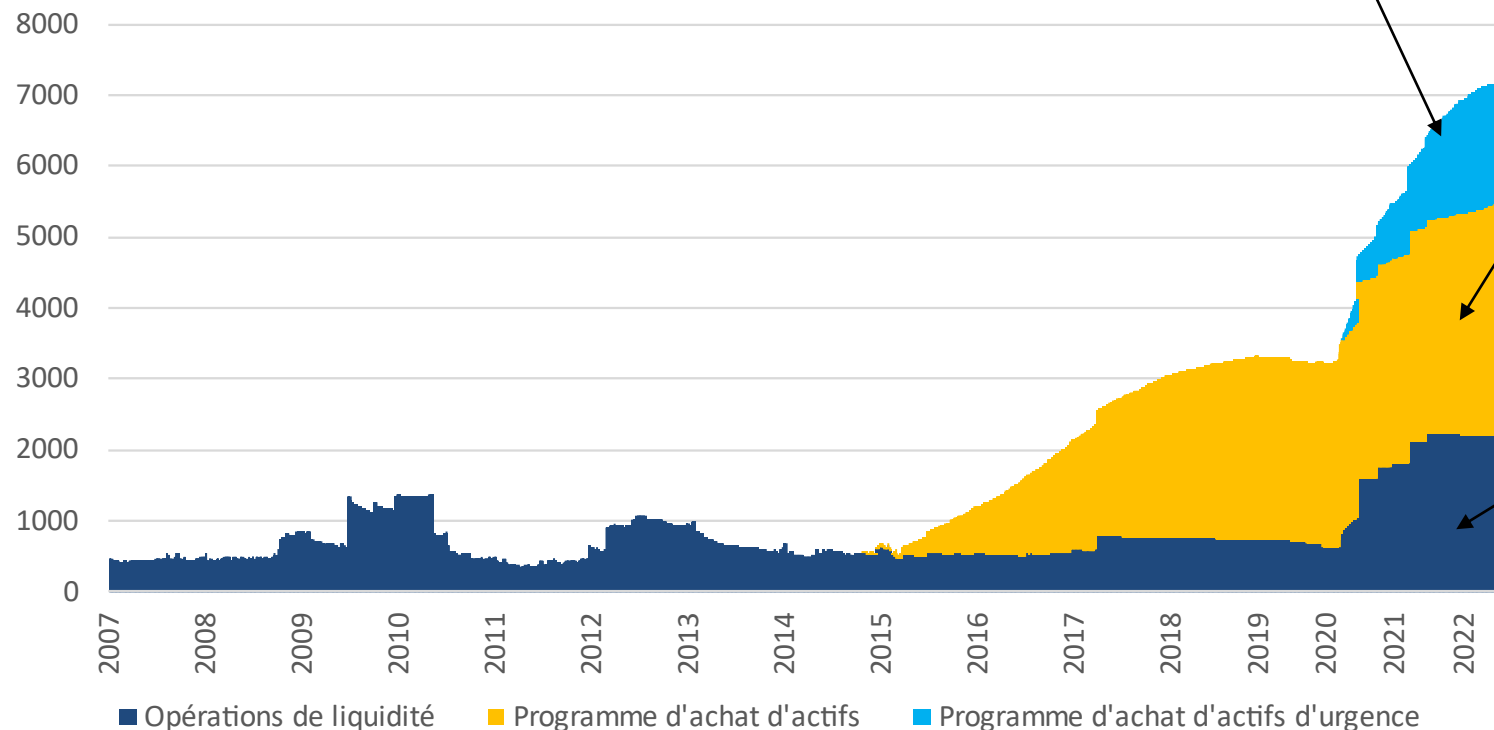
Assouplissement des conditions de prêt à long terme de la BCE aux banques (TLTRO)

+ Opérations supplémentaires en vue de fournir des liquidités à plus court terme aux banques

Mais aussi ...

Assouplissement de la **politique en matière de garanties**

Lignes de swap et de repo avec d'autres banques centrales



Qu'implique une « normalisation » de la politique monétaire et quel en est le résultat final possible ?

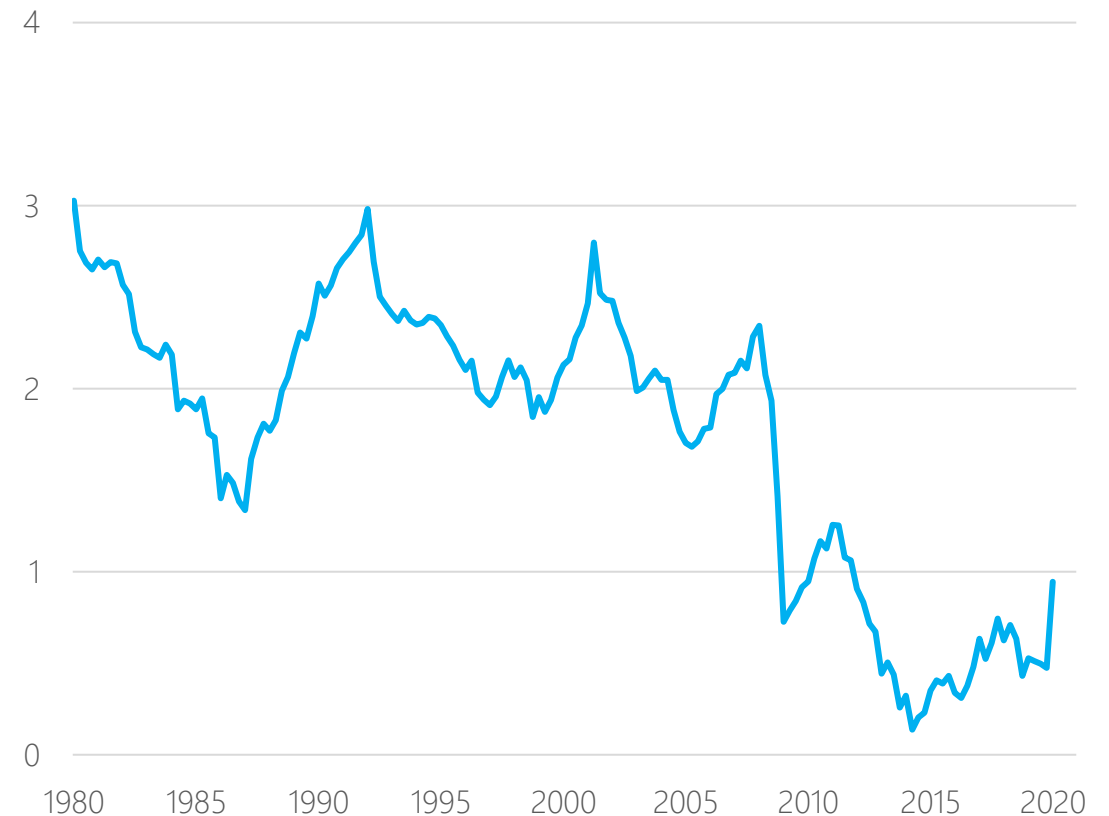
Taux d'intérêt directeurs

- Le repli du taux d'intérêt d'équilibre suggère que les taux d'intérêt directeurs peuvent encore être relativement bas à la fin du processus de normalisation

Bilan de la banque centrale

- **Ampleur** « optimale » du bilan d'une banque centrale ?
 - Un bilan plus élevé est plus exposé aux risques du marché
 - Les bilans affichant de grandes quantités d'obligations publiques peuvent soulever des questions de dominance budgétaire
- S'agissant de sa **composition**, le bilan ne devrait idéalement comporter que des obligations publiques à la fin du processus de normalisation

Estimation du taux d'intérêt d'équilibre dans la zone euro (pourcentages)



À quoi ressemble un cycle de normalisation « classique » ?

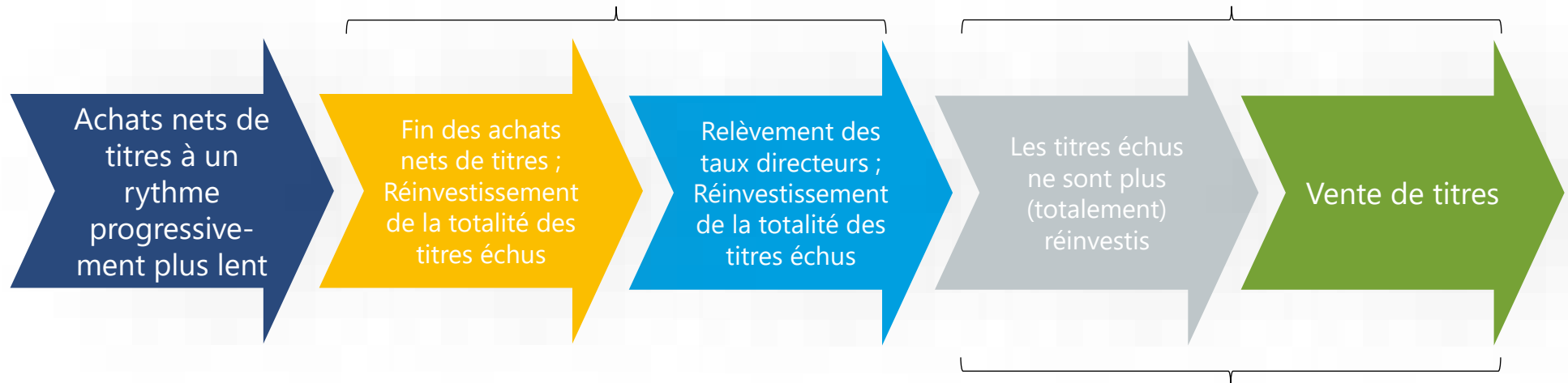
Cycle de normalisation « classique »

Bilan de la
banque centrale

Croissance ralentie

Stable

Diminution passive → active



*Choix entre le relèvement
des taux directeurs et le
« resserrement quantitatif »*

Le processus de normalisation de la BCE sur fond de forte poussée inflationniste

Les premiers plans de normalisation ont été annoncés en décembre 2021...

- Interruption, fin mars 2022, des achats nets au titre du PEPP (1 700 milliards d'euros)
 - mais maintien d'une flexibilité dans les réinvestissements des titres arrivés à échéance (jusqu'à fin 2024 au moins)
- Fin des conditions particulièrement souples des TLTRO en juin 2022
- Augmentation temporaire des achats nets au titre de l'APP après la cessation du PEPP, puis retour à 20 milliards d'euros par mois
- Pas de relèvement du taux directeur en vue: maintien du niveau du taux jusqu'à ce que l'inflation converge « durablement » vers 2 %



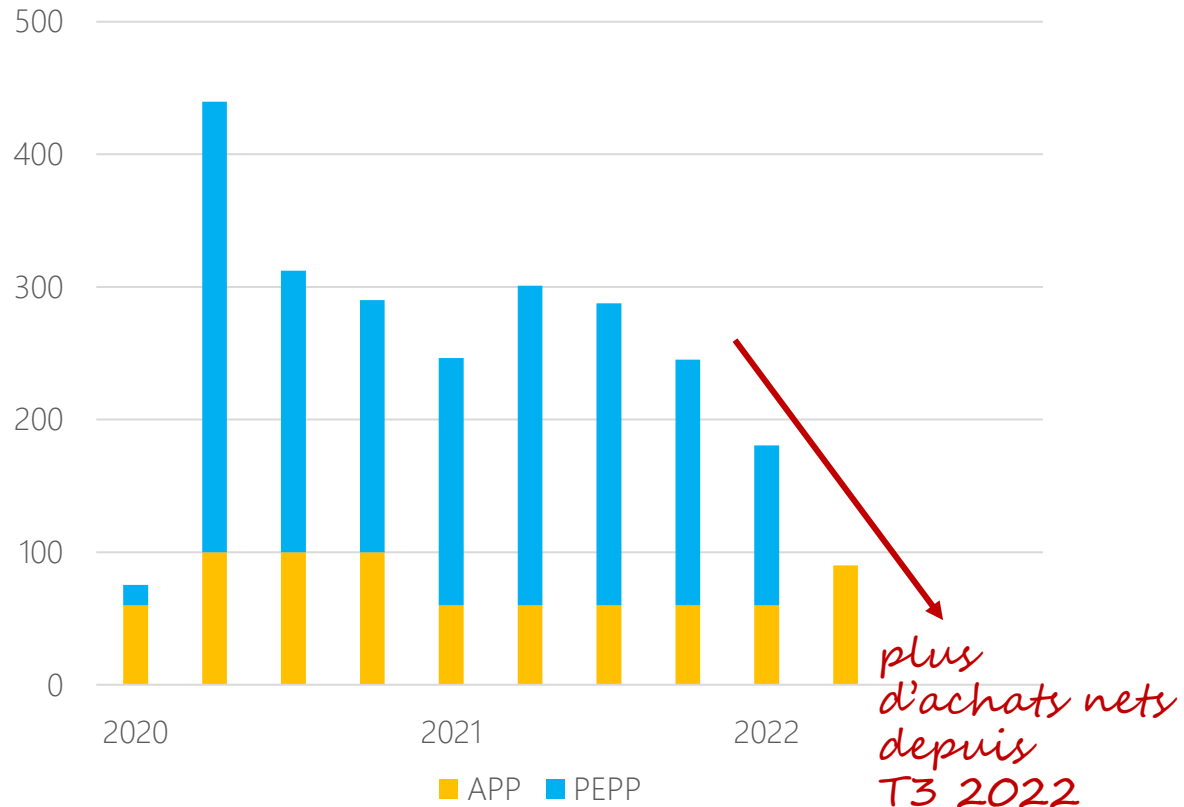
La hausse inattendue de l'inflation a contraint la BCE à accélérer la normalisation de sa politique

... mais la politique a été ajustée dans le courant de 2022

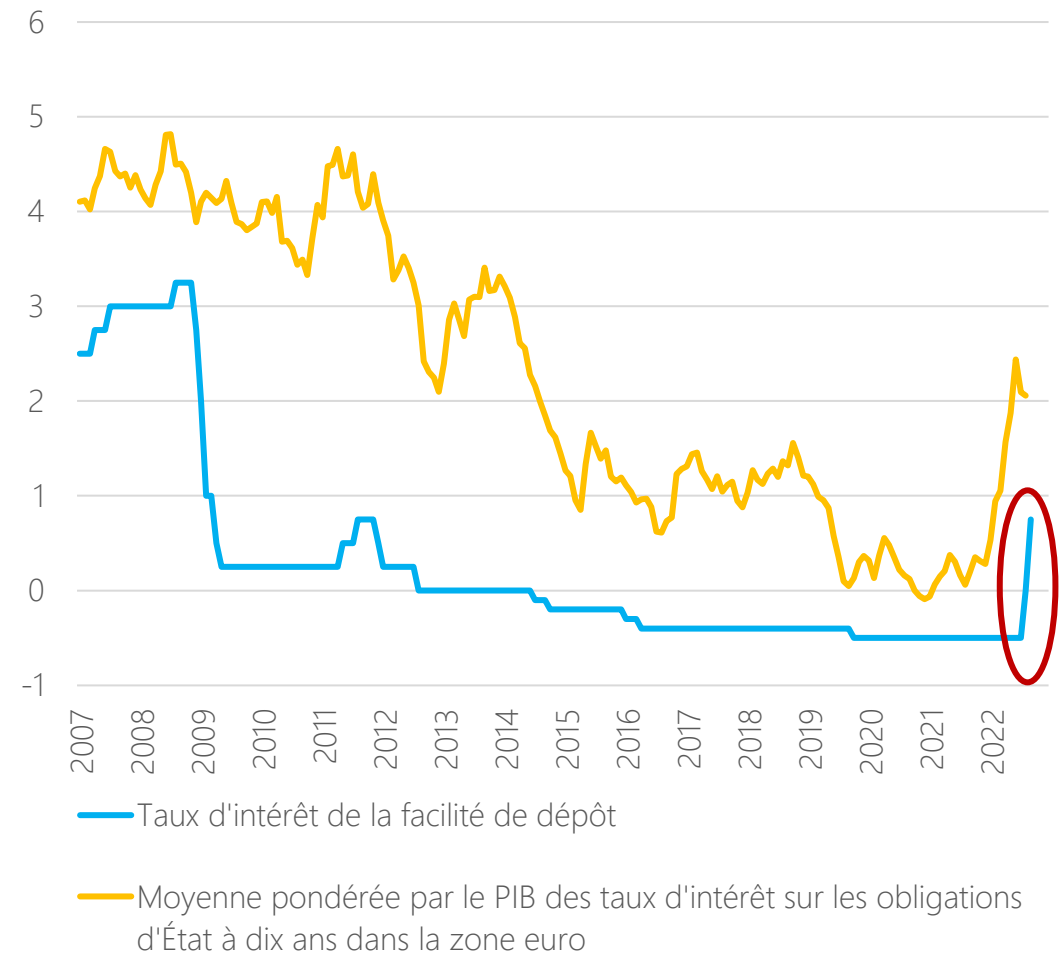
- Arrêt des achats nets au titre de l'APP fin juin 2022, avec réinvestissement total des titres arrivés à échéance « pendant une période prolongée »
- Relèvements du taux directeur en juillet et en septembre 2022, de 50 et 75 points de base

Normalisation progressive de la politique monétaire de la BCE

Interruption des achats nets de titres
(milliards d'euros)



Relèvement des taux directeurs
(pourcentages)



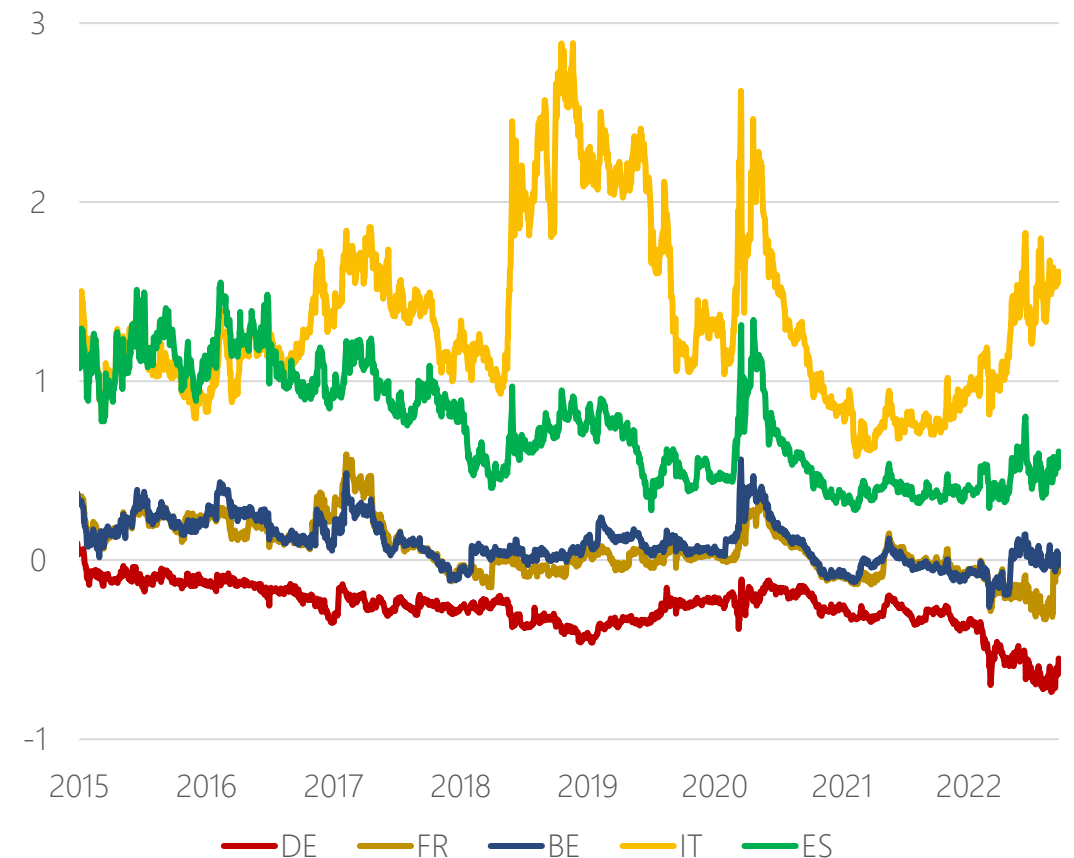
Les coûts de financement s'alourdissent, tandis que les dettes publiques enregistrent des pics sans précédent

L'instrument de protection de la transmission (Transmission Protection Instrument, TPI) a été instauré en juillet 2022

- pour lutter contre une « dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire dans tous les pays de la zone euro »
- l'ampleur des achats n'est pas limitée à l'avance ...
- ... pour autant que le(s) pays concerné(s) mette(nt) en œuvre des politiques budgétaire et macroéconomique saines et soutenables

La flexibilité dans les réinvestissements associés au PEPP demeure la première ligne de défense pour contrer les risques liés à la pandémie ; OMT depuis 2012

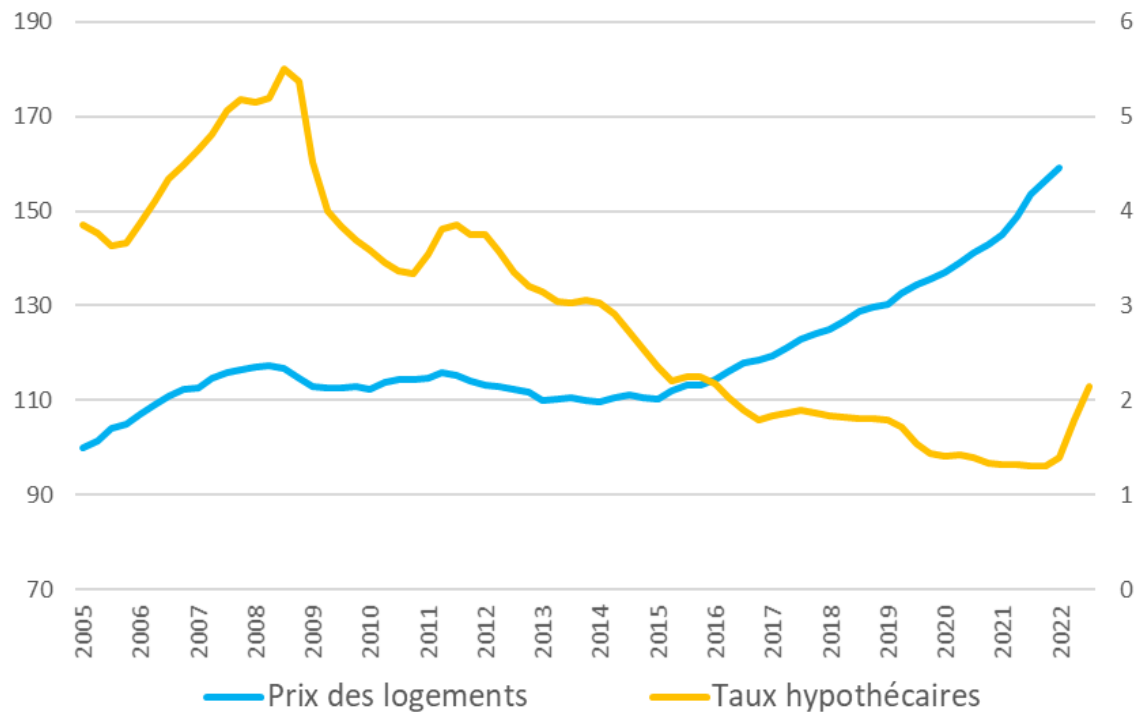
Écarts de taux sur les obligations d'État à 10 ans
(écart entre les taux des obligations publiques et le taux sans risque, pourcentages)



La période prolongée de faiblesse des taux d'intérêt a contribué à une potentielle sous-évaluation des risques et à une poussée des prix des actifs

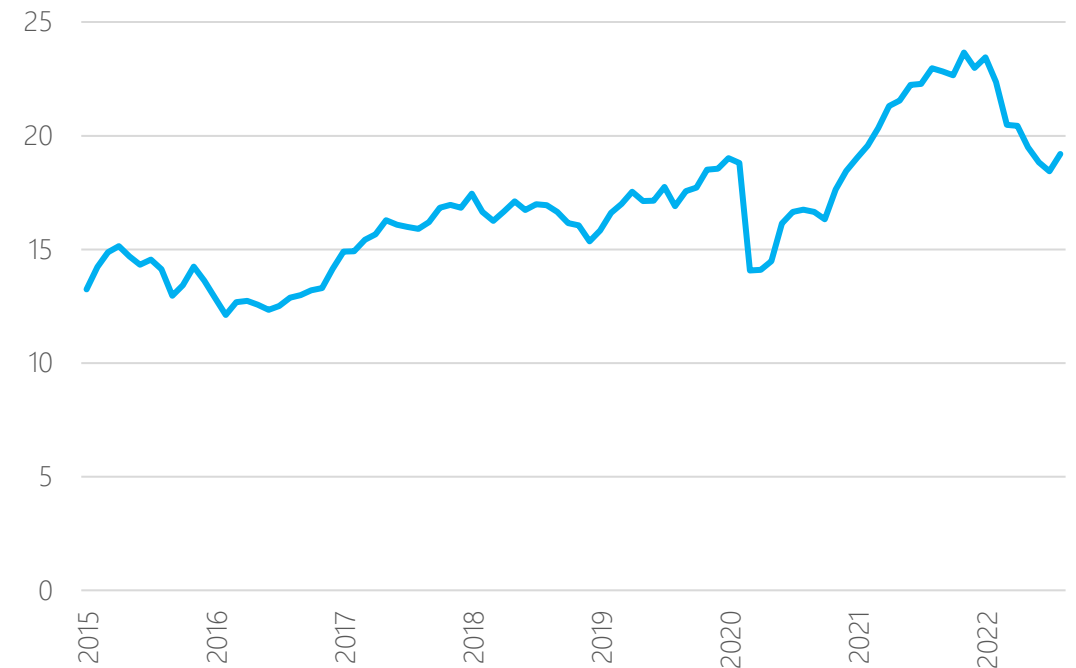
Prix des logements et taux hypothécaires

(indice des prix au logement: T1 2005 = 100 ; taux hypothécaires en %)



Ratio prix / profit des actions européennes

(ratio corrigé de la saisonnalité, en %)





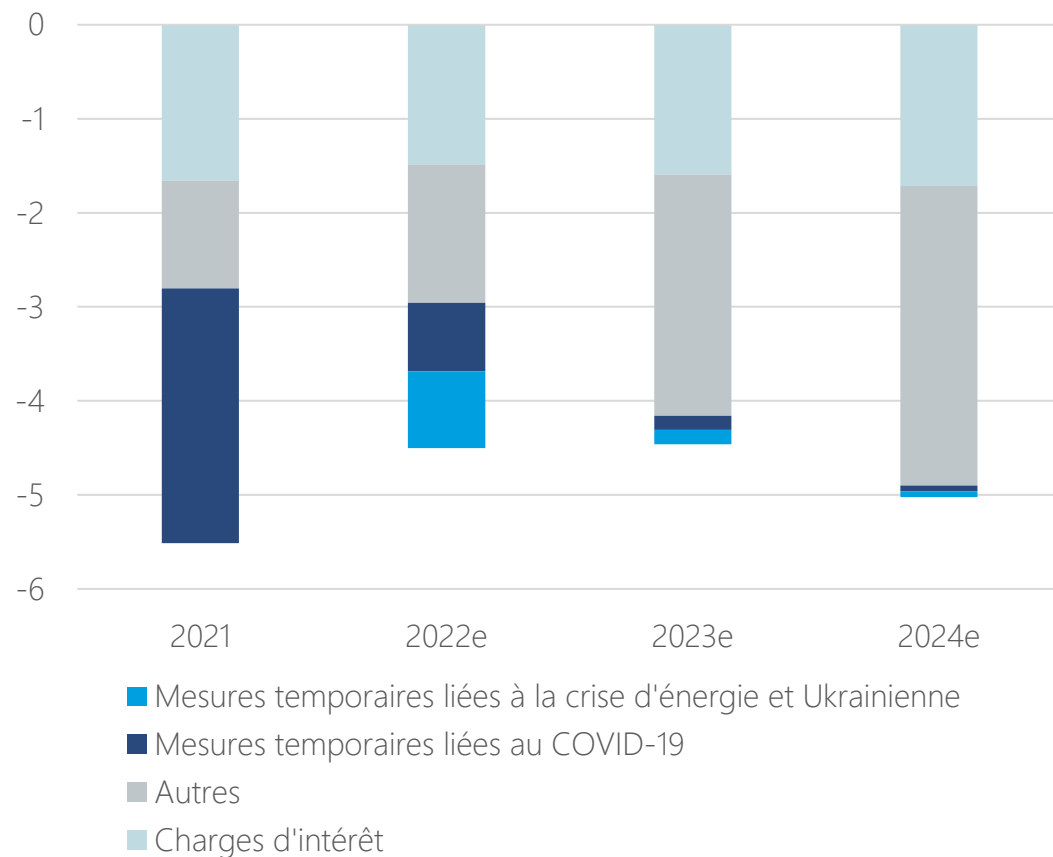
Politique monétaire



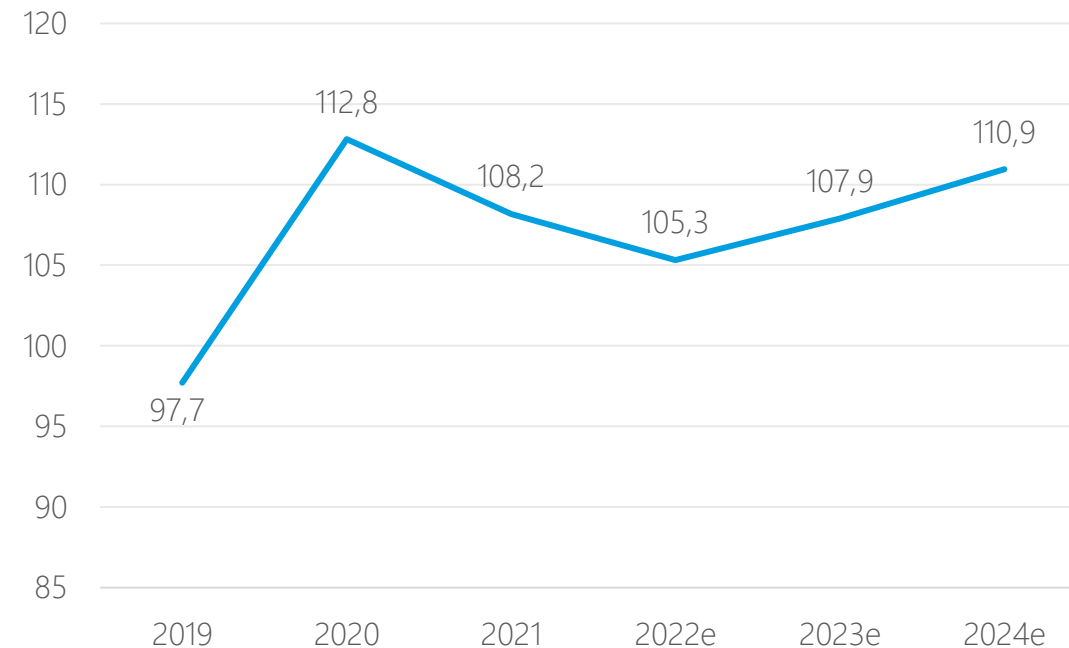
Politique budgétaire

Les finances publiques restent sous pression

Le déficit budgétaire¹ reste structurellement élevé (pourcentages du PIB)



Le taux d'endettement² augmente (pourcentages du PIB)



Sources: ICN, BNB.

¹ Ces chiffres ne tiennent pas compte du déficit implicite de 0,4 % du PIB en moyenne par an en 2021-2026, pour le financement par la dette des subventions accordées aux États membres de l'UE dans le cadre du programme NGEU.

² Projections de printemps de la BNB; entretemps l'ICN a révisé le taux d'endettement de 2021 à 108,4% du PIB.

A moyen et long terme, l'inflation sera défavorable aux finances publiques

Recettes	Dépenses primaires	
Recettes fiscales et parafiscales	Dépenses courantes	
Prélèvements applicables essentiellement aux revenus du travail: Impôt des personnes physiques Cotisations sociales	Rémunération des salariés	Corrélation positive automatique avec l'inflation
Impôts sur les bénéfices des sociétés	Consommation intermédiaire	Corrélation positive avec l'inflation
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	Prestations sociales Pensions et autres Dépenses de soins de santé	Corrélation positive avec l'inflation
Impôts sur les biens et sur les services, dont TVA Accises	Autres transferts courants	Pas de corrélation avec l'inflation
Recettes non fiscales et non parafiscales	Dépenses en capital	
Cotisations sociales imputées	Formation brute de capital fixe	Corrélation positive avec l'inflation
Autres	Autres dépenses en capital	Corrélation positive avec l'inflation

À MOYEN ET À LONG TERME : le solde primaire va se dégrader à la suite de l'inflation

À COURT TERME : effet positif de l'inflation sur le taux d'endettement (effet dénominateur)

La crise énergétique et la guerre en Ukraine ont incité les gouvernements à prendre des mesures de compensations et autres [1/2]

2022	Mesures discrétionnaires ¹ prises en compensation de la hausse des prix de l'énergie et à la suite de la guerre en Ukraine	Impact budgétaire (en millions d'euros)	
		Fédéral	Régions ²
Mesures destinées à faire baisser le coût de l'énergie	Réduction de la TVA sur l'électricité (6 %) de mars à décembre	915	
	Réduction de la TVA sur le gaz (6 %) d'avril à décembre	610	
	Réduction des accises sur l'essence et le diesel jusque fin décembre	927	
	Prime de chauffage de 100 € par le biais d'une réduction sur la facture d'électricité	520	
	Réduction de 300€ sur la facture des ménages qui se chauffent au mazout, propane ou butane	315	
	Élargissement du tarif social pour l'énergie jusque fin décembre	579	
	Refinancement du fonds social chauffage	17	
	Intervention de 135 € en novembre et décembre sur la facture de gaz des ménages	481	
	Intervention de 61 € en novembre et décembre sur la facture d'électricité des ménages	364	
	Baisse des accises sur le gaz et l'électricité pour les entreprises et les indépendant	55	
	Réduction des tarifs d'électricité qui financent les obligations de service public [Flandre]		166
	Sous-total	4783	166
Mesures destinées à faire baisser la consommation d'énergie fossile	Réduction de la TVA sur les panneaux solaires et les pompes à chaleur (6 %) d'avril 2022 à fin 2023	16	
	Investissement pour l'indépendance énergétique	9	
	Compensation à la SNCB pour la non-indexation des tarifs	13	
	Primes à l'isolation des bâtiments, aide à la rénovation, achat de pompes à chaleur et aux énergies renouvelables [Flandre]		98
	Sous-total	38	98
Mesures liées à la guerre en Ukraine	Provision ³ (accueil des réfugiés, aide humanitaire, etc.)	800	400
	Dépenses militaires	450	
	Droit passerelle et chômage temporaire	30	
	Sous-total	1280	400
	Total	6101	664

Sources: communautés et régions. SPF BOSA, SPF Finances, BNB.

¹ Ce tableau reprend uniquement les mesures ayant un impact sur le solde budgétaire. Par ailleurs, il ne montre pas d'impact budgétaire endogène (p.ex. hausse du coût du tarif social non-étendu suivant la hausse des prix).

² D'autres mesures ont été prises au niveau régional avec impact budgétaire limité comme un soutien pour soutenir directement les ménages précarisés par la crise énergétique, via les CPAS, en région de Bruxelles-Capitale; et un soutien aux communes pour l'accueil des réfugiés en Région Wallonne. En Wallonie, de nouvelles mesures ont également été prises le 7 septembre 2022 dont la prolongation du statut de client protégé conjoncturel jusqu'au 31 août 2023, un moratoire hivernal sur les expulsions domiciliaires, la suspension des coupures d'énergie en novembre et décembre 2022, etc. (coût budgétaire non communiqué). De nouvelles mesures de soutien ont été prises en Flandre fin septembre, les détails sur leur nature et le coût budgétaire n'ont pas encore été précisés.

³ Au niveau régional. une provision de 100 millions d'euros est prévue en région de Bruxelles-Capital et en Wallonie ainsi qu'un montant de 200 millions d'euros en Flandre.

La crise énergétique et la guerre en Ukraine ont incité les gouvernements à prendre des mesures de compensations et autres [2/2]

2023	Mesures discrétionnaires ¹ prises en compensation de la hausse des prix de l'énergie et à la suite de la guerre en Ukraine	Impact budgétaire (en millions d'euros)	
		Fédéral	Régions ²
Mesures destinées à faire baisser le coût de l'énergie	Réduction de la TVA sur l'électricité (6 %) de janvier à mars (extension de 2022)	346	
	Réduction de la TVA sur le gaz (6 %) de janvier à mars (extension de 2022)	226	
	Réduction des accises sur l'essence et le diesel de janvier à mars (extension de 2022)	Inconnu	
	Elargissement du tarif social pour l'énergie de janvier à mars (extension de 2022)	Inconnu	
	Sous-total	572	
Mesures destinées à faire baisser la consommation d'énergie fossile	Réduction de la TVA sur les panneaux solaires et les pompes à chaleur (6 %) d'avril 2022 à fin 2023	21	
	Investissement pour l'indépendance énergétique	12	
	Compensation à la SNCB pour la non-indexation des tarifs	9	
	Primes à l'isolation des bâtiments, aide à la rénovation, achat de pompes à chaleur et aux énergies renouvelables [Flandre]	120	
	Sous-total	162	
Mesures liées à la guerre en Ukraine	Provision (accueil des réfugiés, aide humanitaire, etc.)	300	
	Dépenses militaires	275	
	Sous-total	575	
	Total	1309	

Sources: communautés et régions. SPF BOSA, SPF Finances, BNB.

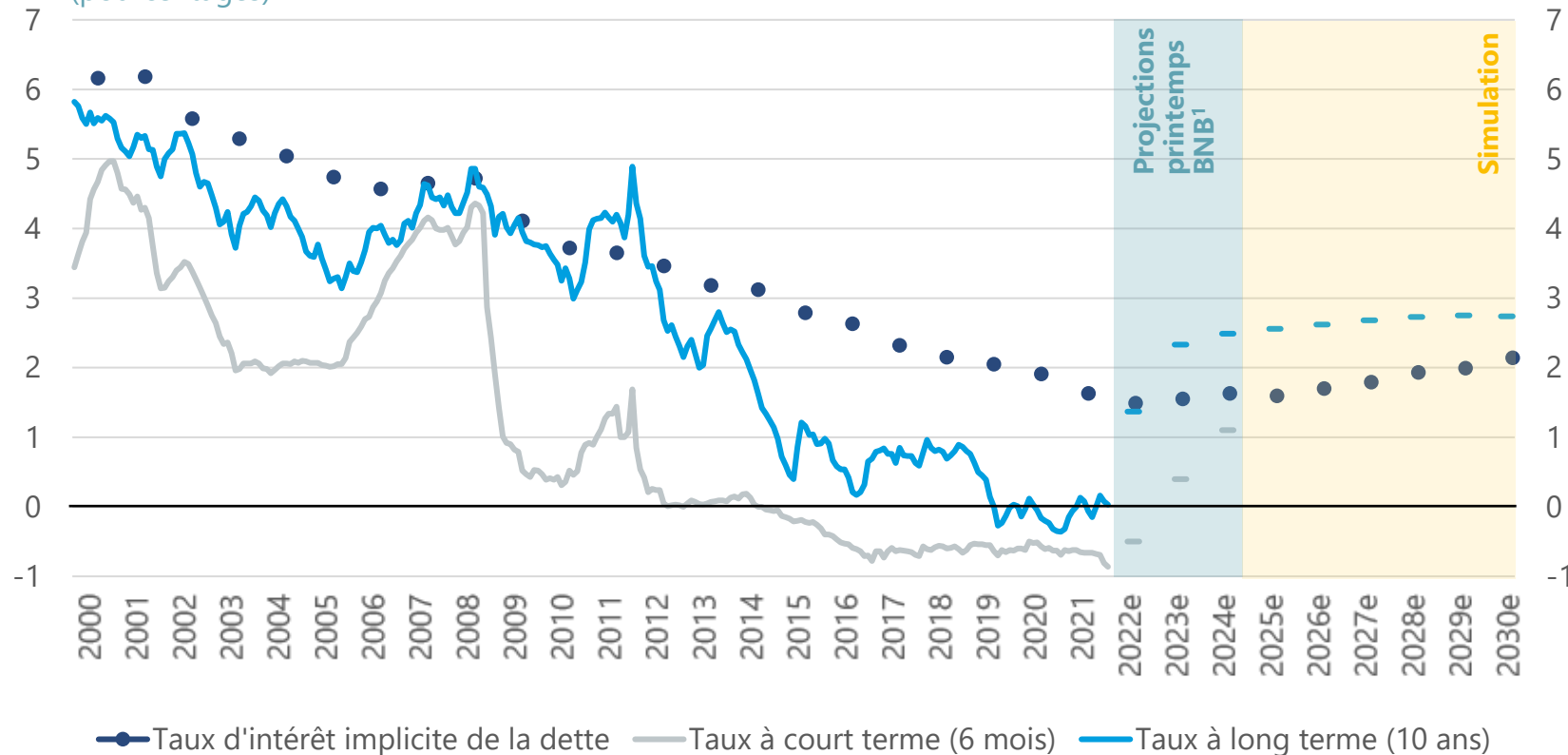
¹ Ce tableau reprend uniquement les mesures ayant un impact sur le solde budgétaire. Par ailleurs, il ne montre pas d'impact budgétaire endogène (p.ex. hausse du coût du tarif social non-étendu suivant la hausse des prix).

² D'autres mesures ont été prises au niveau régional avec impact budgétaire limité comme un soutien pour soutenir directement les ménages précarisés par la crise énergétique, via les CPAS, en région de Bruxelles-Capitale; et un soutien aux communes pour l'accueil des réfugiés en Région Wallonne.. En Wallonie, de nouvelles mesures ont également été prises le 7 septembre 2022 dont la prolongation du statut de client protégé conjoncturel jusqu'au 31 août 2023, un moratoire hivernal sur les expulsions domiciliaires, la suspension des coupures d'énergie en novembre et décembre 2022, etc. (coût budgétaire non communiqué). De nouvelles mesures de soutien ont été prises en Flandre fin septembre, les détails sur leur nature et le coût budgétaire n'ont pas encore été précisés.

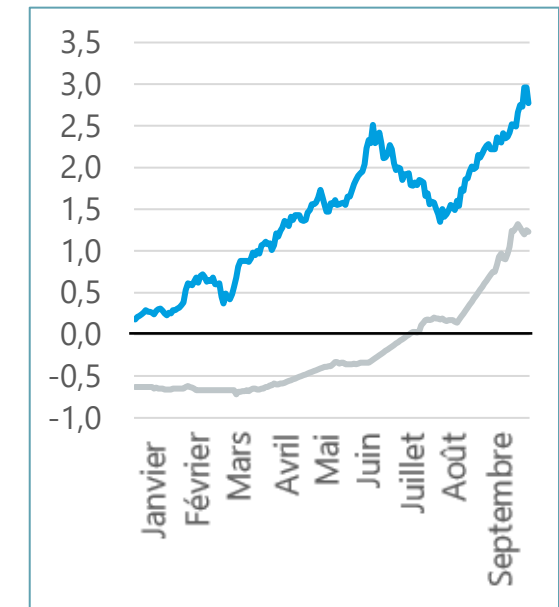
Après une longue période de baisse des taux d'intérêt, ceux-ci ont commencé à augmenter depuis le début de cette année

Evolution du taux d'intérêt implicite sur la dette et des taux d'intérêts

(pourcentages)

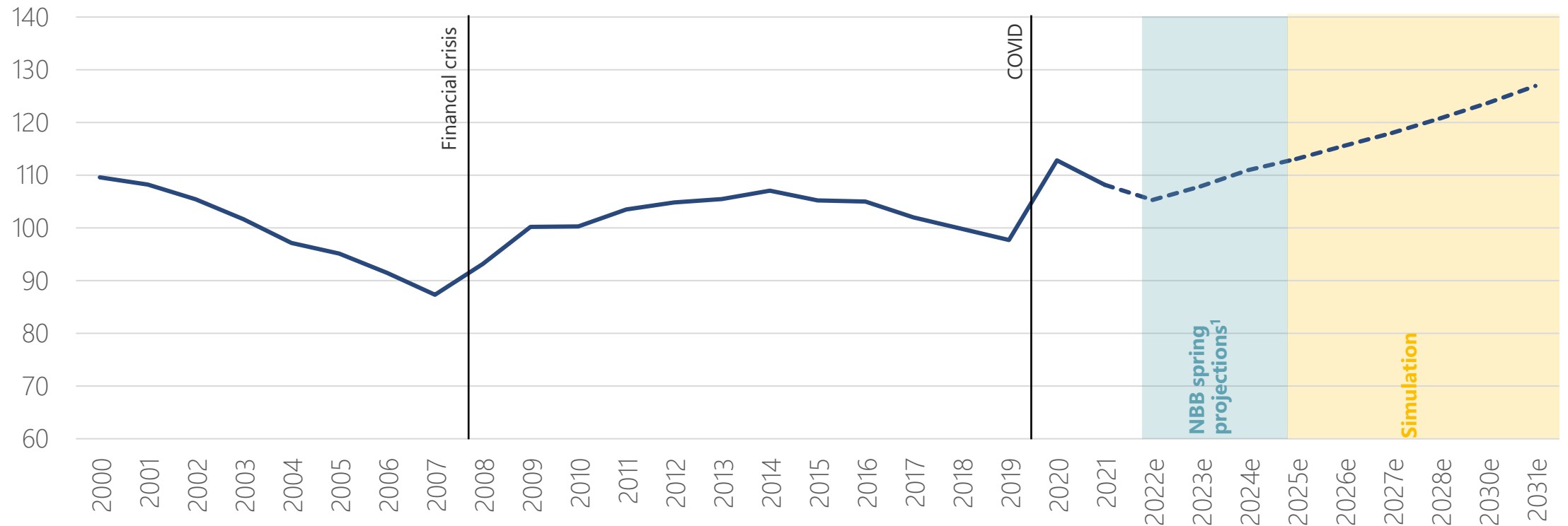


2022



A politique inchangée, la dette pourrait dépasser 120 % du PIB à l'horizon 2030

Evolution du taux d'endettement¹ (en pourcentages du PIB)

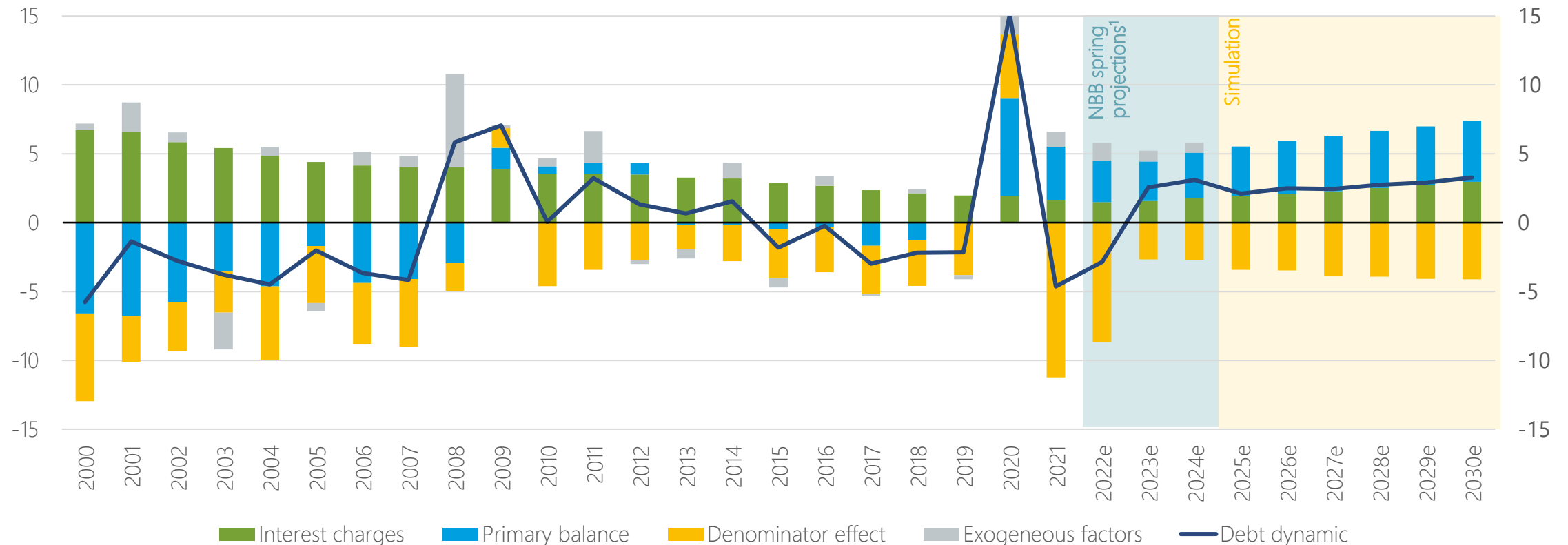


Sources: BNB, Eurosystem, ICN.

¹ Le scénario de base reflète les projections macroéconomiques de la Banque de juin 2022, qui courent jusqu'en 2024, corrigées pour les taux d'intérêts de mi-juin pour 2023 et 2024. Pour la période 2025-2031, il prend comme point de départ le solde primaire de 2024 et incorpore les coûts du vieillissement et les hypothèses sur l'évolution du PIB provenant du rapport du CEV de juillet 2021. Les taux d'intérêt nominaux sont supposés suivre les attentes du marché observées durant la première moitié de juin 2022, tandis que l'inflation (qui s'aligne ici sur le déflateur du PIB) est fixée à 2 % à partir de 2025. Les autres hypothèses sont que la maturité de la dette restera stable à dix ans en moyenne et qu'aucun facteur exogène n'aura d'impact sur le ratio d'endettement. Projections zone euro par l'Eurosystem (juin).

Le solde primaire reste le principal responsable de l'augmentation de la dette

Décomposition de la dynamique de la dette publique¹
(points de pourcentage)

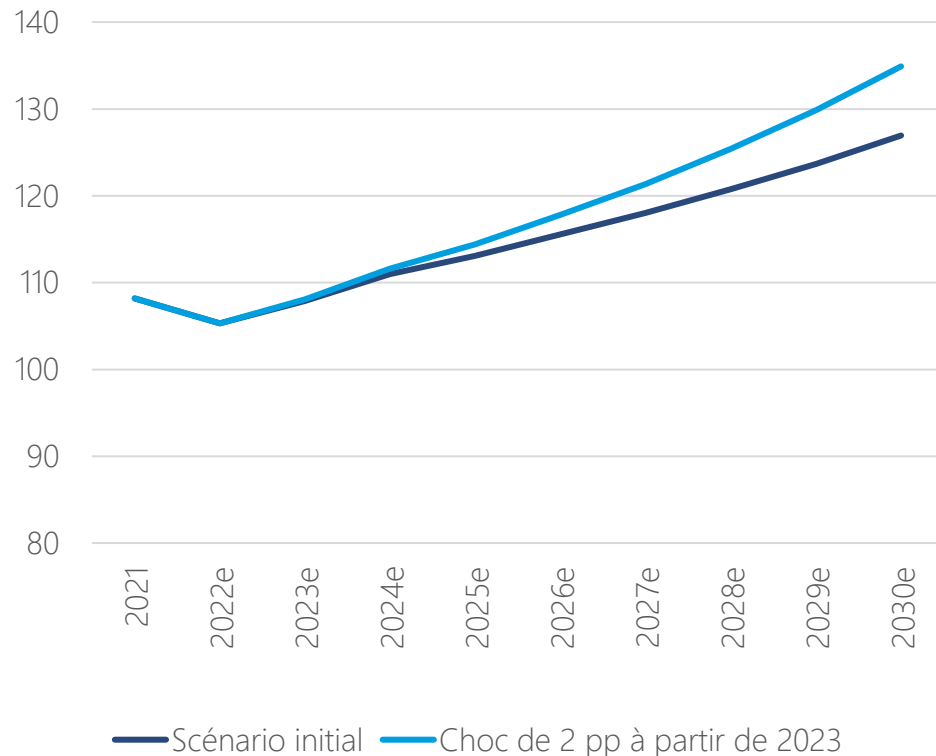


Sources: ICN, BNB.

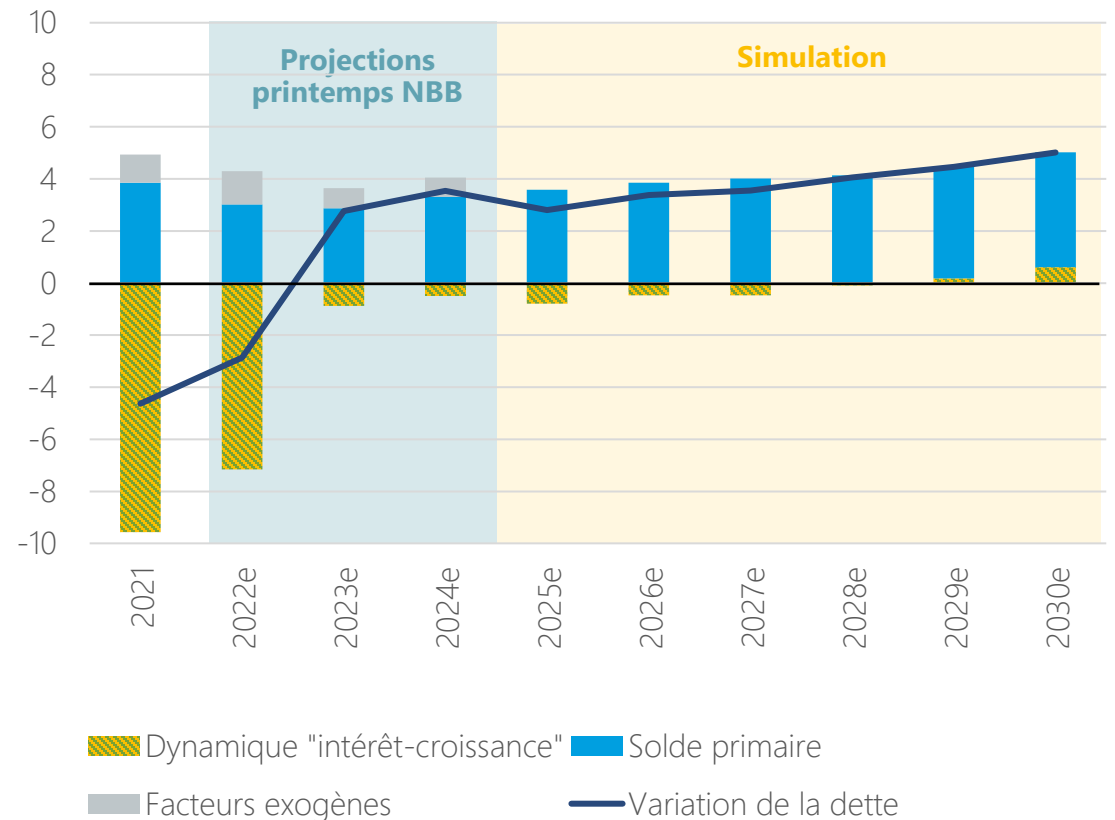
¹ Réalisation jusqu'en 2021, projections économiques BNB de printemps entre 2022 et 2024 (corrigées pour les taux d'intérêts de mi-juin pour 2023 et 2024), et exercice de simulation entre 2025 et 2030.

En l'absence d'effort budgétaire supplémentaire, un choc additionnel sur les taux d'intérêt pourrait entraîner une dynamique d'endettement dangereuse

Taux d'endettement¹ (pourcentages du PIB)



Décomposition de la dynamique de la dette (points de pourcentage, scénario choc de 2pp)



- **Les finances publiques étaient sous pression avant la hausse de l'inflation et la crise énergétique**
 - *A court terme: impact positif de l'inflation sur le taux d'endettement*
 - *A moyen et à long terme: l'inflation impacte négativement les finances publiques*
- **Les mesures additionnelles vont aussi venir alourdir le déficit public**
- **La hausse des taux d'intérêt va avoir un impact graduel et très progressif sur les charges d'intérêts. C'est le solde primaire qui devrait rester le principal moteur de l'augmentation de la dette**
- **Un assainissement structurel des finances publiques est, plus que jamais, nécessaire pour assurer leur soutenabilité**



Merci pour votre attention !

Des questions ?

Pour en savoir plus

Politique monétaire

- Chapitre 2 du Rapport annuel BNB de 2021: « [Politique monétaire de la zone euro](#) »
- « [Vers une normalisation de la politique monétaire: la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale suivent chacune leur voie](#) », article publié dans la Revue économique de la BNB, juillet 2022
- De plus amples informations sur la politique monétaire de la zone euro peuvent être obtenues sur les sites internet de la [BNB](#) et de la [BCE](#)

Politique budgétaire

- Chapitre 6 du Rapport annuel BNB (2021): « [Politique budgétaire et finances publiques](#) »
- Chapitre 4 du Rapport annuel BNB (2020): « [Politique budgétaire et finances publiques](#) »
- Publications récentes dans la revue économique de la BNB sur les finances publiques:
 - « [Quelles dépenses publiques sont élevées en Belgique ? Une comparaison avec les pays voisins](#) » (2021)
 - « [Les transferts interrégionaux par le biais du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale](#) » (2021)
 - « [Mettre la politique budgétaire en condition pour interagir avec la politique monétaire](#) » (2021)
 - « [Le cadre budgétaire belge : quels sont les aspects positifs et ceux qui peuvent être améliorés ?](#) » (2020)