

# Table des matières

QUELQUES OUTILS D'ÉVALUATION DE L'ORIENTATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE	7
LE CRÉDIT BANCAIRE AU SECTEUR PRIVÉ EN BELGIQUE	23
L'INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO: PERSPECTIVES POUR 2003 ET 2004	35
SUMMARIES OF ARTICLES	47
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPERS SERIES	49

# Quelques outils d'évaluation de l'orientation de la politique monétaire

H. De Doncker  
M. Hradisky  
Q. Wibaut\*

Cet article traite de l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire, d'un point de vue général et d'un point de vue européen. Il met d'abord l'accent sur la difficulté de l'exercice, qui tient à la complexité de l'environnement dans lequel opère la politique monétaire et au caractère indirect de son action. Il présente ensuite une description, une application à la zone euro et une analyse critique de divers outils généralement utilisés pour décrire ou juger l'orientation de la politique monétaire: agrégats monétaires, taux d'intérêt réels à court terme, indice des conditions monétaires, règle de Taylor, anticipations d'inflation.

Évaluer l'orientation de la politique monétaire est essentiel non seulement pour les observateurs mais aussi pour les autorités monétaires elles-mêmes. Le Conseil des gouverneurs de la BCE évalue et, le cas échéant, réoriente son action dans le cadre de la stratégie annoncée dès 1998, qui comprend une définition quantifiée de l'objectif de stabilité des prix et une analyse organisée en deux piliers. Le présent article est aussi l'occasion d'évoquer les précisions apportées à cette stratégie le 8 mai 2003.

## De la difficulté d'une évaluation

Il n'est pas simple d'évaluer l'orientation de la politique monétaire parce que celle-ci opère dans un environnement complexe et mouvant et qu'une grande distance sépare les instruments des objectifs: la banque centrale agit dans la sphère financière de l'économie, où elle ne contrôle assez étroitement que les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire, alors qu'elle a pour

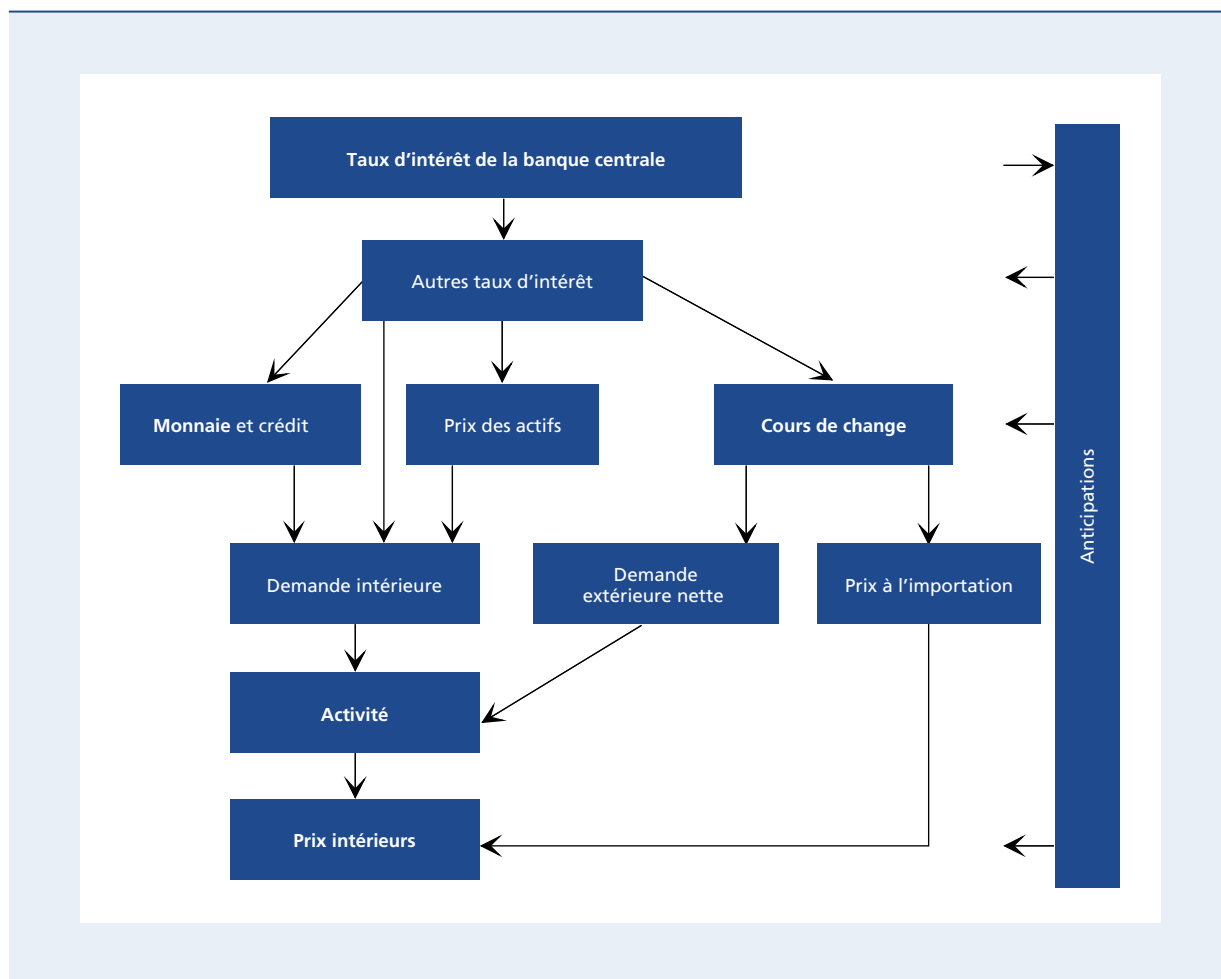
objectif principal la stabilité à moyen terme du niveau général des prix des biens et services, ce qui n'exclut pas la recherche d'une stabilisation de la croissance de l'activité.

Pour décrire l'orientation de la politique monétaire, il est naturel de partir de l'utilisation, par la banque centrale, des instruments qui sont à sa disposition. À cet égard, à la suite de l'abandon, par la plupart des banques centrales des pays industrialisés, des mesures d'ordre réglementaire, telles que l'encadrement du crédit, et des objectifs opérationnels quantitatifs, tels que l'évolution des réserves libres des banques, il est devenu relativement courant de synthétiser l'utilisation de ces instruments par un taux d'intérêt directeur – le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement dans le cas de l'Eurosystème – ou par un taux d'intérêt annoncé comme cible opérationnelle – le taux des fonds fédéraux aux États-Unis. Par extension, l'évolution des taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire peut être considérée comme reflétant pour l'essentiel l'action de la banque centrale.

Toutefois, un même niveau de ces taux d'intérêt peut avoir une signification très différente selon le contexte. C'est, par exemple, ce que la critique monétariste de la politique monétaire américaine au début des années septante a mis en évidence: si, en dépit du relèvement des taux d'intérêt, la masse monétaire et les prix s'accroissent, la politique monétaire doit être qualifiée de trop

\* Les auteurs remercient A. Durré, Ph. Moës et V. Périlleux pour leurs commentaires.

**GRAPHIQUE 1** PROCESSUS DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE : PRINCIPALES VARIABLES UTILISÉES DANS LES INDICATEURS SYNTHÉTIQUES



accommodante. Dans la mesure où il existe une relation stable entre la croissance monétaire et l'évolution des prix, le suivi des agrégats monétaires permet d'évaluer si le niveau de la liquidité dans l'économie est conforme à l'objectif de stabilité des prix.

Par ailleurs, ce ne sont pas tant les taux d'intérêt nominaux qui influencent le comportement des agents économiques que les taux d'intérêt réels, déduction faite de l'inflation anticipée.

En outre, l'évaluation peut être compliquée par le rôle grandissant des réactions des opérateurs des marchés financiers dans la transmission des impulsions de politique monétaire. En effet, un même mouvement des taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire peut produire des résultats différents selon les réactions sur les marchés d'obligations, d'actions et de change. De plus, les taux d'intérêt à plus long terme, les taux bancaires, les cours des actions et les cours de change sont soumis

à d'autres influences. Certains indicateurs synthétiques, comme les indices de conditions monétaires, combinent les taux d'intérêt réels à court terme avec d'autres variables financières.

Ensuite, d'un point de vue normatif, on ne peut juger de l'adéquation du taux d'intérêt contrôlé par la banque centrale aux objectifs poursuivis sans se référer à l'état de l'économie. Dans la quête d'un taux d'intérêt optimal déterminé par une règle simple, les travaux de Taylor (1993) ont eu un retentissement certain. Pour évaluer l'orientation de la politique monétaire, bon nombre d'observateurs utilisent des règles inspirées de celle de Taylor, qui relie le taux d'intérêt à court terme à l'écart de production et à l'inflation. Toutefois, aucune banque centrale n'a adopté de règle aussi simple.

Enfin, la banque centrale pourrait être jugée directement sur la réalisation de ses objectifs, mais une telle évaluation ne peut se faire qu'a posteriori, étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, et elle doit faire abstraction des effets temporaires des multiples chocs qui affectent l'activité et les prix. L'évolution des anticipations d'inflation fournit des indications utiles à l'évaluation en temps réel de la politique monétaire.

Il semble donc qu'il n'existe pas d'indicateur unique permettant de décrire et surtout de juger l'orientation

de la politique monétaire. La conduite de cette politique est un art difficile, la banque centrale s'appuyant sur toute l'information disponible et sur les régularités observées dans le passé pour évaluer les risques affectant la stabilité des prix et réagir en conséquence. En même temps, l'annonce d'une stratégie de politique monétaire qui guide ces réactions peut influencer les anticipations relatives à l'évolution des prix et permet au public de juger l'action de la banque centrale. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté une telle stratégie en octobre 1998 et en a précisé certains aspects en mai 2003 (voir encadré ci-dessous).

### Encadré – Révision de la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème

Le traité instituant la Communauté européenne assigne à l'Eurosystème l'objectif principal de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, l'Eurosystème apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'UE, visant notamment à promouvoir la croissance et l'emploi.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé le 13 octobre 1998 la stratégie qu'il entendait mettre en œuvre, et qui comprenait une définition quantifiée de la stabilité des prix ainsi que deux piliers : un rôle de premier plan assigné à la monnaie, souligné par l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat monétaire large M3, et une évaluation, reposant sur une large gamme d'autres indicateurs, des perspectives d'évolution des prix et des risques pesant sur leur stabilité dans la zone euro.

À la fin de 2002, le Conseil des gouverneurs a jugé utile de procéder à une évaluation de cette stratégie, afin de vérifier si elle était toujours adaptée à l'environnement économique et monétaire et si la communication à son sujet pouvait être améliorée. L'exercice d'évaluation, qui a tenu compte du débat public suscité par la stratégie et d'une série d'études menées par les experts de l'Eurosystème, a été clôturé le 8 mai 2003. Le Conseil des gouverneurs a apporté des précisions quant à l'objectif de stabilité des prix et au rôle de l'analyse monétaire.

D'une part, le Conseil des gouverneurs a confirmé la définition de l'objectif de stabilité des prix comme une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 p.c. l'an dans la zone euro, à atteindre à moyen terme, mais il a précisé qu'il visait une hausse proche de ce seuil. Cette clarification souligne son engagement à ménager une marge de sécurité suffisante pour se prémunir contre les risques de déflation. Elle entend également répondre à la question de l'existence possible d'un biais de mesure de l'IPCH et aux implications des écarts d'inflation au sein de la zone euro.

D'autre part, le Conseil a confirmé qu'il continuerait à prendre les décisions de politique monétaire sur la base d'une analyse détaillée et organisée en deux piliers des risques pesant sur la stabilité des prix. Il a cependant précisé que l'analyse monétaire permettait surtout de recouper, dans une perspective à moyen et long termes, les indications à court et moyen termes provenant de l'analyse économique. La déclaration introductive du président de la BCE, à l'issue des réunions du Conseil des gouverneurs traitant de la politique monétaire, commence désormais par une analyse économique, se poursuit par une analyse monétaire et s'achève par une évaluation globale. Afin de souligner le caractère à plus long terme de la valeur de référence annoncée pour la croissance de M3 – qui n'a jamais été un « objectif intermédiaire » –, le Conseil a aussi décidé de ne plus procéder chaque année au réexamen de cette valeur de référence.

## Les agrégats monétaires

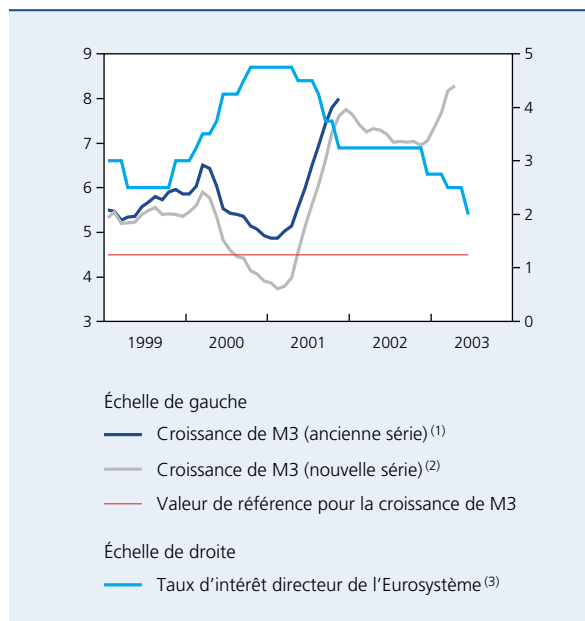
Parmi les indicateurs clés qui peuvent livrer des informations sur l'orientation de la politique monétaire se trouvent les agrégats monétaires. De la monnaie de base (billets et réserves des banques) aux agrégats larges, tel M3 (billets et pièces, dépôts à vue, à terme et à préavis et titres de créance négociables à deux ans au plus), l'influence des autorités monétaires diminue, mais le lien avec l'évolution des prix, objectif final de la politique monétaire, se renforce.

C'est en raison de la relative stabilité à moyen terme du rapport entre M3, l'activité et les prix et du caractère précurseur de M3 par rapport aux prix, observés par le passé, que le Conseil des gouverneurs de la BCE a fixé une valeur de référence pour la croissance annuelle de cet agrégat. Celle-ci est demeurée à 4,5 p.c. depuis l'entrée en vigueur de l'union monétaire. Son calcul repose sur des paramètres de moyen terme : une évaluation de la croissance potentielle de la zone euro, une estimation de la baisse tendancielle de la vitesse de circulation de M3 et l'objectif de stabilité des prix.

Conscient de ce que M3 peut subir des fluctuations de court terme sans conséquence pour la stabilité des prix et de ce que le changement de régime monétaire que constitue l'adoption de l'euro peut modifier les comportements, le Conseil des gouverneurs s'est gardé d'ériger la progression de M3 en objectif intermédiaire. Des écarts substantiels et de longue durée de la croissance de cet agrégat par rapport à la valeur de référence peuvent signaler que, dans des circonstances normales, des risques pèsent sur la stabilité des prix à moyen terme. Toutefois, il n'existe pas de corrélation mécanique simple entre l'écart par rapport à la valeur de référence et les décisions en matière de taux d'intérêt. En effet, c'est le jugement global porté sur les risques pesant sur la stabilité des prix, basé sur la mise en évidence des causes de l'écart constaté, sur les autres éléments de l'analyse monétaire dont il sera question ci-après et sur l'étude d'une large gamme de données économiques et financières, qui emportera la décision.

Ainsi, lorsque le Conseil des gouverneurs de la BCE a abaissé les taux d'intérêt en avril 1999, la progression de M3 était certes supérieure à la valeur de référence mais cela a été imputé à des facteurs particuliers qui tenaient à l'entrée en vigueur de l'union monétaire. À partir de novembre 1999, par contre, le Conseil a relevé à plusieurs reprises les taux d'intérêt, entre autres en raison d'une longue déviation de M3 par rapport à la valeur de référence, qui a été interprétée comme un signal de risques inflationnistes. L'abaissement des taux d'intérêt auquel il a été procédé en mai 2001 était également motivé en partie

**GRAPHIQUE 2** CROISSANCE DE M3 ET TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR DE L'EUROSISTÈME



Source : BCE.

(1) Moyenne centrée sur trois mois des pourcentages de variation annuelle.

(2) La nouvelle série correspond à l'ancienne après déduction des avoirs de non-résidents en titres négociables à court terme.

(3) Taux des appels d'offres à taux fixe pour les opérations principales de refinancement jusqu'au 28 juin 2000, taux de soumission minimal pour ces opérations ensuite.

par l'évolution de M3 : la mise à disposition de nouvelles données, corrigées des titres négociables détenus par les non-résidents, a en effet montré que la progression de M3 était, depuis quelques mois déjà, inférieure à la valeur de référence. L'accélération de la croissance monétaire observée depuis la mi-2001 n'a toutefois pas suscité de hausses des taux d'intérêt, car elle était due à des réallocations de portefeuille, qui étaient liées notamment à l'incertitude affectant les marchés financiers et dont le Conseil des gouverneurs a estimé qu'elles ne constituaient pas une menace pour la stabilité des prix.

Le suivi de la croissance annuelle de M3 est complété par celui de l'écart monétaire, défini comme la différence entre M3 et le niveau qui aurait correspondu à une progression conforme à la valeur de référence à partir d'une période de base. À cette mesure simple de l'excédent ou du déficit de liquidité, on peut aussi substituer une mesure plus complexe, fondée sur une masse monétaire d'équilibre dérivée d'un modèle de la demande de monnaie. L'écart monétaire réel, quant à lui, corrige la variable précédente pour l'excédent d'inflation passé : pour autant que les chocs de hausse des prix n'aient que des effets secondaires limités, la croissance monétaire qu'ils provoquent ne contient guère de menace pour

l'évolution future des prix et l'écart monétaire réel devient un meilleur indicateur à cet égard.

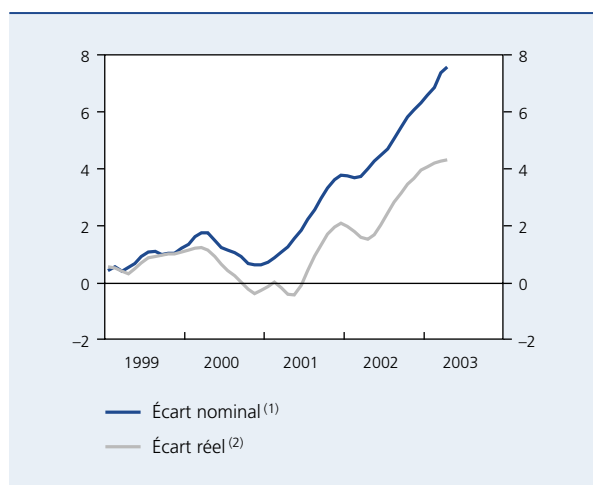
L'analyse monétaire s'étend aussi à l'étude des causes de la croissance de M3, notamment au moyen de modèles économétriques, et à l'examen de ses composantes et de ses contreparties.

Ainsi, la vive progression de M3 depuis l'automne 2001 ne s'explique que partiellement par les déterminants classiques que sont l'activité économique, les prix et le coût d'opportunité de la détention de monnaie <sup>(1)</sup>. Elle provient sans doute en grande partie d'une préférence accrue pour les actifs liquides à faible risque, dans un contexte marqué par une forte volatilité des marchés financiers.

L'hypothèse d'une influence déterminante des motivations financières est confortée par l'analyse des composantes de M3: alors qu'en 1999 la progression de cet agrégat était expliquée pour l'essentiel par l'expansion des actifs les plus liquides (M1), les dépôts à court terme et les titres négociables ont joué un rôle prépondérant dans l'accélération récente de M3. Certes, ces avoirs peuvent être aisément mobilisés pour l'achat de biens et services, mais le risque inflationniste qu'ils représentent est minime tant que les perspectives de croissance restent médiocres – ce qui met en exergue la complémentarité de l'information issue des deux piliers de la stratégie de politique monétaire.

**GRAPHIQUE 3 ÉCARTS MONÉTAIRES NOMINAL ET RÉEL**

(pourcentages de M3 de référence, moyennes centrées sur trois mois)

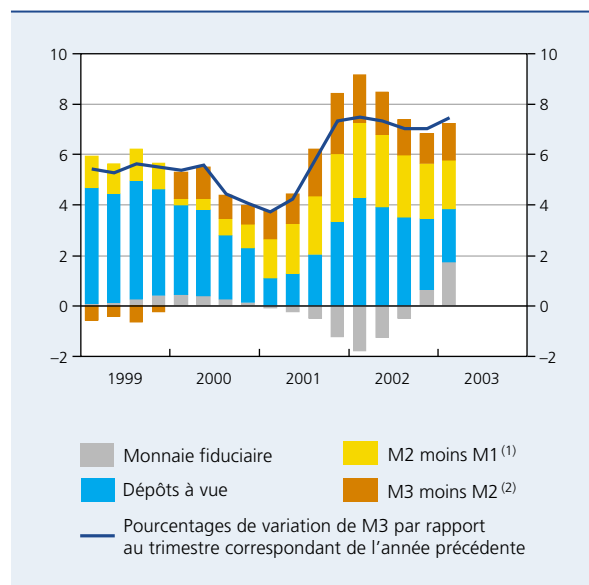


Source : BCE.

- (1) Écart entre M3 observé et M3 de référence, obtenu en augmentant l'encours observé à la fin de 1998 à un rythme de 4,5 p.c. par an.  
 (2) Écart nominal corrigé pour la différence entre la hausse de l'IPCH et 1,5 p.c. par an.

**GRAPHIQUE 4 COMPOSANTES DE M3**

(contribution à la variation de M3, sauf mention contraire)



Source : BCE.

- (1) M2 moins M1 comprend les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois.  
 (2) M3 moins M2 comprend les autres engagements à court terme des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro, tels que les instruments négociables.

Enfin, l'examen de l'évolution des contreparties de M3 dans le bilan consolidé des institutions financières monétaires (IFM) peut également contribuer à l'interprétation des causes de la croissance monétaire. L'octroi de crédits au secteur privé est la principale contrepartie de M3 du point de vue quantitatif et celle dont la signification économique est la plus grande. Les prêts au secteur privé ont crû très vivement en 1999 et 2000, sous l'effet de la haute conjoncture, du niveau relativement bas des taux d'intérêt et d'une vague de fusions et acquisitions. Ils ont notamment servi à financer des investissements directs et de portefeuille hors de la zone euro, de sorte que leur croissance a non seulement stimulé celle de M3 mais aussi provoqué une diminution des avoirs extérieurs nets des IFM. Leur progression s'est nettement ralentie depuis lors, sans pour autant devenir exceptionnellement faible.

- (1) Le coût d'opportunité de la détention de monnaie est la perte de rendement encourue par un agent économique qui décide de détenir de la monnaie plutôt que d'autres actifs financiers plus rémunérateurs. Il est souvent mesuré par la différence entre, d'une part, les taux d'intérêt de titres de la dette publique à court et long termes et, d'autre part, le taux d'intérêt moyen des actifs compris dans l'agrégat monétaire concerné.

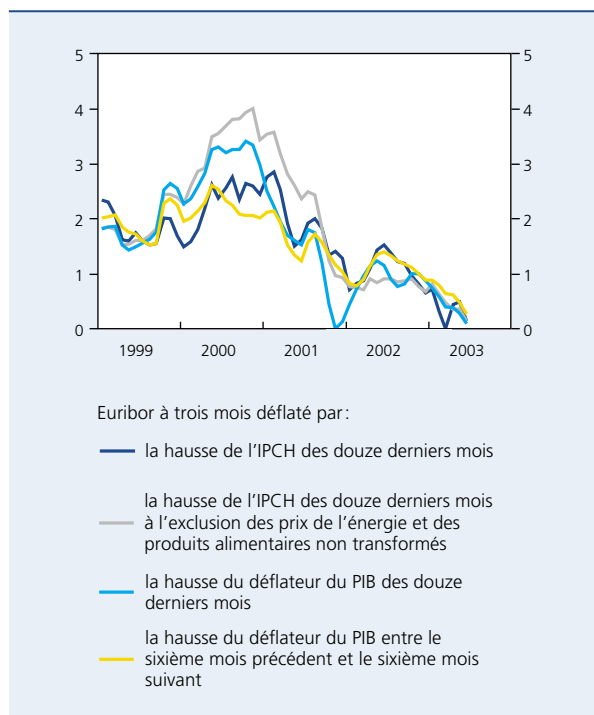
## Le taux d'intérêt réel à court terme

Comme mentionné plus haut, la conduite de la politique monétaire est, dans la plupart des banques centrales, axée sur les taux d'intérêt du point de vue instrumental et opérationnel. L'analyse des mécanismes de transmission de la politique monétaire dans la zone euro fait en outre ressortir que le canal du taux d'intérêt est de loin le plus important <sup>(1)</sup>.

Toutefois, les variables-clés en ce qui concerne les décisions d'investissement et d'épargne des ménages et des entreprises ne sont pas tant les taux d'intérêt nominaux que les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire déduction faite de l'inflation attendue. Contrairement aux premiers, ceux-ci ne sont pas directement observables, puisqu'ils dépendent des anticipations, par les divers agents économiques, des évolutions des prix qui les concernent.

Pour estimer le niveau réel des taux d'intérêt à court terme, divers indices de prix peuvent être utilisés (indice des prix à la consommation, le cas échéant à l'exclusion des prix les plus volatils, déflateur du PIB, etc.), et diverses estimations des attentes d'inflation peuvent être effectuées, la plus courante consistant à reprendre telle quelle l'inflation des douze derniers mois. À titre d'exemple, le

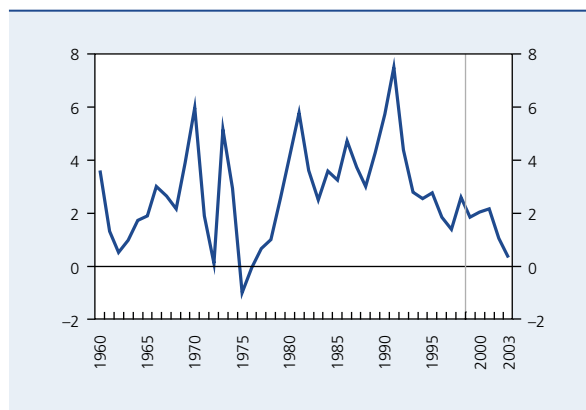
**GRAPHIQUE 5** TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À COURT TERME



Sources : BCE, CE, calculs propres.

**GRAPHIQUE 6** TAUX D'INTÉRÊT RÉEL À COURT TERME <sup>(1)</sup> EN ALLEMAGNE (1960-1998) ET DANS LA ZONE EURO (1999-2003) <sup>(2)</sup>

(moyennes annuelles)



Sources : BRI, BCE, CE.

(1) Taux d'intérêt à trois mois déflaté par la hausse de l'indice des prix à la consommation des douze derniers mois.

(2) Six premiers mois.

graphique 5 montre la diversité des estimations que l'on peut obtenir en matière de taux d'intérêt réels selon l'indicateur de prix utilisé et la définition retenue pour son glissement annuel. Quelle que soit la mesure utilisée, les taux d'intérêt réels apparaissent cependant particulièrement bas actuellement dans la zone euro.

Dans une optique plus normative, le taux d'intérêt réel à court terme est parfois comparé à un taux d'intérêt réel d'équilibre, dit « neutre », compatible avec une croissance économique non inflationniste. Il est toutefois extrêmement difficile de déterminer le niveau de ce taux d'intérêt neutre. Le recours à des moyennes historiques est largement tributaire de la période retenue, comme le montre le graphique 6. D'autres méthodes consistent à se référer au taux de croissance potentielle de l'économie, au taux d'intérêt des obligations indexées ou à l'estimation de la constante d'une fonction de réaction de la banque centrale. Les estimations les plus fréquentes sont comprises entre 2 et 3 p.c. En fait, le niveau du taux neutre varie en fonction de déterminants tels que la productivité, l'offre de travail, ou la préférence pour le présent, et il est difficile de détecter ses modifications.

En matière de politique monétaire, le recours à l'indicateur des taux d'intérêt réels n'est donc pas aisé, compte tenu de l'incertitude qui caractérise la mesure des différents concepts. Il s'agit certes d'une information intéressante, mais qui doit être complétée par d'autres.

(1) McAdam et Morgan, (2001), Peersman et Smets, (2001), Van Els et al., (2001).

## L'indice des conditions monétaires

L'indice des conditions monétaires (ICM) a été proposé au début des années nonante par la Banque du Canada comme une mesure synthétique de l'effet du taux d'intérêt et du cours de change sur l'activité économique et les prix. Si les banques centrales ont toujours été conscientes du rôle joué par ces deux variables dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, la Banque du Canada voulait leur attacher un poids explicite afin d'obtenir une mesure quantitative des conditions monétaires dans l'économie.

La volonté d'inclure le cours de change dans l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire se justifie par le fait que dans une économie ouverte, et dans une petite économie ouverte en particulier, avec un régime de change flottant et une mobilité des capitaux, le canal du cours de change exerce un effet non négligeable sur les variables économiques fondamentales. En effet, les marchés des changes peuvent renforcer, atténuer, voire neutraliser une action menée par la banque centrale. Par exemple, dans le cas d'un choc de demande positif, la hausse des taux d'intérêt permettra de freiner l'activité économique (effet direct via le canal du taux d'intérêt), cet effet négatif sur la demande globale pouvant être renforcé par l'appréciation de la monnaie nationale induite par la hausse des taux (effet indirect via le canal du cours de change). Par contre, si le marché des changes réagit de façon opposée, à savoir par une dépréciation de la monnaie en raison de facteurs exogènes, voire d'une interprétation paradoxale du changement de taux d'intérêt<sup>(1)</sup>, le canal du cours de change viendra atténuer l'effet négatif de la hausse des taux directeurs sur la demande agrégée.

L'ICM est une combinaison linéaire des variations du taux d'intérêt et des variations du cours de change par rapport à une période de référence, fixée arbitrairement. Il permet d'évaluer dans quelle mesure les conditions monétaires se sont resserrées ou assouplies en comparaison avec cette situation initiale.

L'indice peut être calculé en termes réels ou nominaux. Les poids des variables peuvent avoir trait aux effets du taux d'intérêt et du cours de change sur l'activité économique ou sur les prix et doivent faire l'objet d'une estimation économétrique à partir de modèles structurels, de modèles restreints ou de modèles vectoriels autorégressifs (VAR).

En général, l'ICM est défini comme suit :

$$ICM_t = (i_t - i_0) + \lambda * \left[ \left( \frac{e_t}{e_0} - 1 \right) * 100 \right]$$

Où :

- $\lambda$  est le rapport entre les coefficients estimés du taux d'intérêt et du cours de change dans l'équation de demande réelle ou de prix et mesure ainsi leur importance relative dans le mécanisme de transmission (simplifié) de la politique monétaire ;
- $i$  est le taux d'intérêt à court terme, généralement à trois mois, réel ou nominal, exprimé en points de pourcentage ;
- $e$  est le cours de change effectif, réel ou nominal, exprimé en indice ;
- les indices  $t$  et  $0$  désignent, respectivement, la période courante et la période de référence.

Par exemple, si  $\lambda$  obtenu sur la base de l'estimation d'une équation de demande vaut 1/3, comme dans le cas du Canada<sup>(2)</sup>, cela signifie qu'une appréciation de 3 p.c. du cours de change effectif aura la même incidence sur l'activité économique qu'une hausse de 100 points de base (un point de pourcentage) du taux d'intérêt.

À partir de l'année 1991, la Banque du Canada a utilisé l'ICM comme cible opérationnelle dans sa stratégie de lutte contre l'inflation, à la place du taux d'intérêt à court terme. Par la suite, seule la Banque de Nouvelle-Zélande a conféré un tel statut à cet indice avant de l'abandonner peu après, comme la Banque du Canada.

Dans la pratique, l'utilisation de l'ICM en tant qu'objectif opérationnel se traduisait, sur la base de prévisions trimestrielles à l'horizon de six à huit mois, par le calcul de l'évolution « désirée » de cet indice, c'est-à-dire d'une trajectoire compatible avec les objectifs finals de la politique monétaire. Cela supposait, bien entendu, que les modèles utilisés reflètent fidèlement la réalité et que l'économie ne subisse pas de chocs supplémentaires, du moins jusqu'au prochain tour des prévisions. Pour se prémunir partiellement contre cette éventualité, la Banque du Canada élaborait des « scénarios de risque » afin d'évaluer la sensibilité de la trajectoire souhaitée aux diverses évolutions des variables-clés. Entre deux exercices de prévision, la trajectoire observée de l'ICM faisait l'objet d'un suivi systématique et, le cas échéant, était ramenée sur la trajectoire désirée en ajustant le taux d'intérêt au jour le jour.

(1) Au cours des premières années d'existence de l'euro, il est arrivé qu'un relèvement des taux d'intérêt dans la zone euro ne provoque pas une appréciation de l'euro mais soit plutôt perçu comme un facteur de dépréciation en raison d'un effet supposé négatif sur la croissance.

(2) Voir Freedman (1994).



Toutefois, la Banque du Canada, consciente des incertitudes entourant le calcul de la trajectoire désirée, ne s'efforçait de neutraliser que les écarts substantiels par rapport à celle-ci. De plus, ces écarts ne donnaient pas lieu à une intervention automatique, car la situation sur les marchés financiers ainsi que des considérations d'ordre stratégique entraient également en ligne de compte.

D'autres banques centrales, principalement celles des pays nordiques, le FMI, l'OCDE ainsi que certaines banques commerciales ont utilisé l'ICM comme outil de référence pour évaluer les conditions monétaires ou comme indicateur avancé des pressions inflationnistes. Dans ce dernier cas, le suivi portait uniquement sur les changements observés de l'indice plutôt que sur les écarts par rapport à sa trajectoire souhaitée.

Les défenseurs de l'ICM mettent en avant trois principaux avantages liés à son utilisation dans la conduite de la politique monétaire :

- simplicité. Abstraction faite des problèmes relatifs à l'estimation des poids du taux d'intérêt et du cours de change (voir infra), l'indice constitue une mesure simple des conditions monétaires et donc, a priori, facile à communiquer aux marchés;
- caractère synthétique. L'indice agrège en un seul chiffre les effets pondérés de deux canaux spécifiques du mécanisme de transmission. Ceci facilite l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix, du moins ceux qui proviennent des variables incluses dans l'ICM;
- disponibilité en temps réel. L'ICM nominal est disponible sur une base journalière tandis que l'ICM réel l'est avec un retard d'un mois. Même si ce dernier est la variable pertinente sur le plan théorique, les écarts entre les deux s'avèrent minimes dans une perspective de court terme.

L'indice présente aussi des inconvénients :

- choix des variables. L'ICM ne tient compte que d'un seul taux d'intérêt (le plus souvent le taux d'intérêt à trois mois) et d'un seul cours de change (généralement le cours de change effectif)<sup>(1)</sup>. De plus, la question du choix des déflateurs se pose dans le cas du calcul de l'indice en termes réels. Ericsson et al. (1999) font remarquer que le choix des variables peut être appréhendé en termes d'agrégation de données. Tout d'abord, l'ICM exclut, par définition, tous les autres canaux de transmission de la politique monétaire (tels le canal du crédit ou le canal de la richesse), ce qui revient à leur attribuer une pondération nulle. Ensuite, le cours de change effectif constitue une moyenne pondérée des cours de change bilatéraux, dont plusieurs définitions existent. Enfin, la combinaison

linéaire d'un taux d'intérêt et d'un cours de change donnés constitue, en soi, une agrégation. Chaque niveau d'agrégation implique la perte d'informations. Par conséquent, l'utilisation de l'ICM dans la stratégie de politique monétaire suppose implicitement que cette perte soit négligeable;

- estimation des poids du taux d'intérêt et du cours de change. Ces poids doivent être estimés, ce qui rend l'ICM tributaire de la spécification du modèle et soulève des problèmes économétriques liés à la stationnarité des séries, la dynamique du modèle, l'exogénéité des variables, la stabilité des paramètres, sans oublier l'incertitude qui entoure les résultats de l'estimation<sup>(2)</sup>. Généralement, l'importance relative du canal du taux d'intérêt et du canal du cours de change est estimée à partir de modèles réduits à une seule équation, une approche fortement critiquable au regard de plusieurs aspects économétriques que l'on vient d'évoquer<sup>(3)</sup>. En fait, le taux d'intérêt nominal est une variable exogène, contrôlable par les autorités monétaires. Par contre, le cours de change échappe à leur contrôle puisqu'il peut être influencé par d'autres variables que le taux d'intérêt;
- problèmes d'interprétation. L'évaluation des conditions monétaires doit aussi tenir compte de la nature des chocs économiques. À ce sujet, Grande (1997) montre à l'aide d'un modèle IS-LM<sup>(4)</sup> que l'ICM donne des signaux erronés en présence d'un choc sur les cours de change, d'un choc financier et, sous certaines conditions, d'un choc d'offre. Par exemple, dans le cas d'une appréciation de la monnaie nationale à la suite d'une amélioration structurelle des termes de l'échange, il n'y a pas lieu de considérer que les conditions monétaires se sont resserrées;
- difficultés de communication. L'expérience de la Banque du Canada montre que la simplicité d'un indicateur n'est pas un gage de communication aisée. En effet, les opérateurs financiers avaient tendance

(1) On peut aussi construire des indices des conditions financières qui incluent l'un ou l'autre taux d'intérêt à long terme, voire les cours des actions.

(2) L'analyse détaillée de ces questions techniques se trouve dans Eika et al. (1996) et Ericsson et al. (1999).

(3) Par exemple, Dugay (1994) estime l'équation de demande suivante pour le Canada (les écarts types figurent entre parenthèses) :

$$\Delta y_t = 0,13 + 0,52\Delta y_t^* + 0,45\Delta y_{t-1}^* - 0,40 \left[ \frac{\Delta_8 RR_t}{8} \right] - 0,15 \left[ \frac{\Delta_{12} q_t}{12} \right] + \varepsilon_t$$

(0,13) (0,11) (0,11) (0,22) (0,12)

R<sup>2</sup>-ajusté = 0,64      DW = 1,96

Où :

- y et y\* correspondent respectivement aux PIB canadien et américain;
- RR représente le taux d'intérêt réel à trois mois obtenu en déflétant le taux d'intérêt nominal par la variation annuelle du déflateur du PIB au trimestre précédent ( $RR_t = R_t - \Delta_t p_{t-1}$ );
- q est le cours de change bilatéral réel entre les dollars américain et canadien.

Cette spécification revient à considérer que le cours de change ne peut affecter les prix directement mais uniquement indirectement via la croissance. Par ailleurs, d'un point de vue dynamique, cette équation exclut les effets de retour du cours de change vers le taux d'intérêt, variable maîtrisée par la banque centrale.

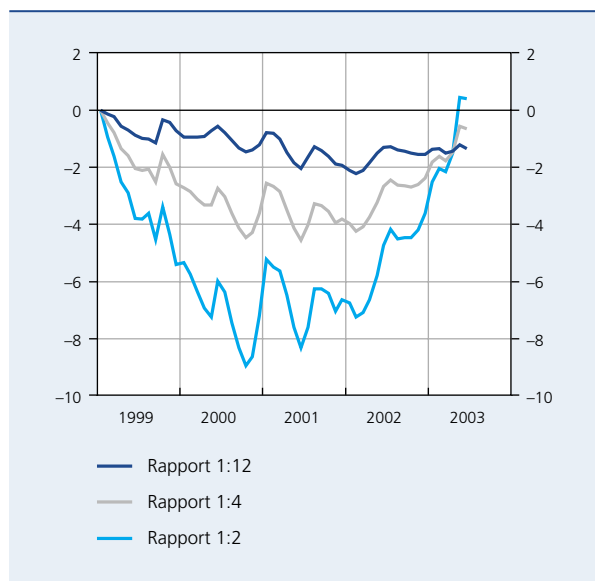
(4) Il s'agit d'un modèle pour une petite économie ouverte avec une mobilité parfaite des capitaux, des rigidités de prix et des anticipations parfaites.

à associer automatiquement les écarts entre les trajectoires observée et désirée de l'indice à une action de la banque centrale.

En pratique, l'utilisation de l'ICM en tant que cible opérationnelle s'est révélée relativement complexe, ce qui a d'ailleurs amené la Banque du Canada à l'abandonner progressivement.

Malgré leurs défauts, des ICM sont fréquemment calculés pour la zone euro. Le poids relatif du cours de change par rapport au taux d'intérêt y est compris dans une fourchette allant de 1:2<sup>(1)</sup> à 1:12<sup>(2)</sup>, ce qui montre la grande incertitude affectant ce paramètre. Dans le premier cas, une appréciation du cours de change effectif de 2 p.c. a le même effet sur l'activité (les prix) qu'une hausse de 100 points de base du taux d'intérêt. Dans le second cas, le poids accordé au cours de change est beaucoup plus faible puisqu'il doit connaître une augmentation de 12 p.c. pour avoir la même incidence qu'un relèvement du taux d'intérêt de 100 points de base.

**GRAPHIQUE 7** INDICES DES CONDITIONS MONÉTAIRES POUR LA ZONE EURO (EN TERMES RÉELS)<sup>(1)</sup>

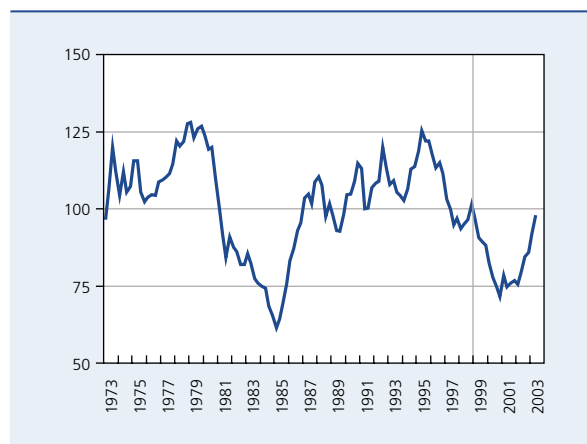


Sources : BCE, CE, calculs propres.

(1) Variation en points de pourcentage par rapport à janvier 1999 de l'Euribor à trois mois déflaté par la hausse du déflaté du PIB (mensualisé) de la zone euro entre les mois t+6 et t-6, augmentée de respectivement 1/12, 1/4 et 1/2 du pourcentage de variation par rapport à janvier 1999 du cours de change effectif réel de l'euro (par rapport au groupe restreint de partenaires commerciaux selon la définition de la BCE) exprimé en termes de prix à la production.

**GRAPHIQUE 8** COURS DE CHANGE RÉEL DU MARK ALLEMAND (1973-1998) OU DE L'EURO (1999-2003) VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS<sup>(1)</sup>

(moyenne 1973-2002 = 100)



Sources : BRI, BCE, CE, calculs propres.

(1) Cours de change nominal du mark allemand (1973-1998) ou de l'euro (1999-2003) vis-à-vis du dollar des États-Unis, déflaté par le rapport entre les indices des prix à la consommation des États-Unis et de l'Allemagne (1973-1998) ou de la zone euro (1999-2003).

Afin d'illustrer la sensibilité de l'ICM à la pondération, trois indices en termes réels pour la zone euro ont été construits, dont deux s'obtiennent en utilisant les ratios extrêmes mentionnés ci-dessus alors que le troisième constitue un cas intermédiaire avec un poids relatif de 1:4 du cours de change par rapport au taux d'intérêt<sup>(3)</sup>. Si les indices donnent globalement une image similaire de l'évolution des conditions monétaires, plus le poids accordé au cours de change est élevé, plus l'indice est volatil<sup>(4)</sup>. Par ailleurs, le signe des variations des trois indices reste généralement identique tout au long de la période examinée. Néanmoins, certaines divergences apparaissent, dont la plus marquante entre février et mai 2000. Pendant cette période, l'indice calculé sur la base du rapport 1:12 montre les signes d'un resserrement, certes léger, des conditions monétaires alors que les deux autres indices, qui accordent plus de poids au cours de change, indiquent le contraire en raison d'une forte dépréciation de la monnaie européenne, qui n'a pas pu être compensée par les relèvements successifs des taux d'intérêt, décidés en mars et avril 2000 dans un contexte économique vigoureux.

(1) Dornbush et al. (1998).

(2) Salomon Smith Barney (1998).

(3) Soit un rapport proche du résultat de Martinez Pagés et Ortega Eslava (2000), le rapport qui découle de leurs estimations étant de 1:4,4.

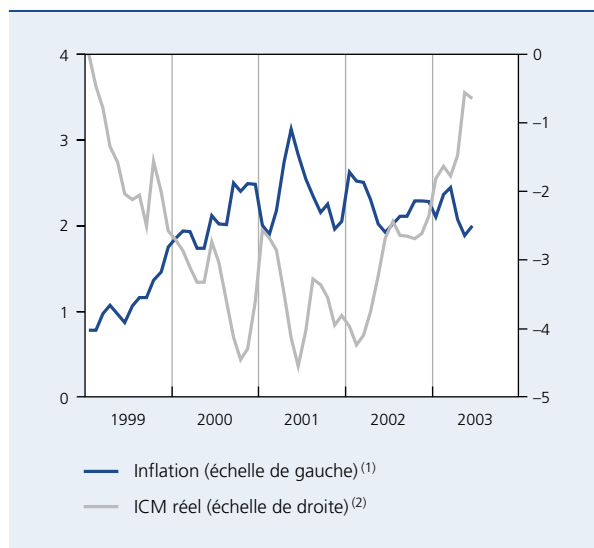
(4) Ce qui s'explique par une plus grande volatilité du cours de change par rapport au taux d'intérêt au cours de cette période.

Même lorsque la part attribuée au cours de change est relativement faible, les amples fluctuations de cette variable impriment leur marque à l'évolution de l'indice, de sorte, par exemple, que les relèvements de taux d'intérêt décidés de novembre 1999 à octobre 2000 ne se traduisent guère par une hausse de l'indice. Quelle que soit la pondération retenue, il apparaît que les conditions monétaires se sont resserrées depuis le début de 2002 sous l'effet de l'appréciation de l'euro, pour se rapprocher de celles qui prévalaient au début de l'union monétaire. Dans une perspective de plus long terme, il semble que l'appréciation récente de l'euro ait corrigé une sous-évaluation manifeste en 2000-2001.

Le caractère précurseur de l'ICM par rapport aux évolutions des prix dans la zone euro paraît assez faible. Il est évident que l'inflation est la résultante de bien d'autres facteurs.

En conclusion, l'indice des conditions monétaires n'est que d'une faible utilité pratique. Il doit être interprété comme une mesure synthétique des pressions sur l'activité et les prix émanant uniquement du taux d'intérêt à court terme et du cours de change.

**GRAPHIQUE 9** INDICE DES CONDITIONS MONÉTAIRES (EN TERMES RÉELS) ET TAUX D'INFLATION DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE, calculs propres.

(1) Pourcentages de variation annuelle de l'IPCH.

(2) Calculé sur la base d'un rapport de 1:4 entre le cours de change et le taux d'intérêt.

## La règle de Taylor

Il est parfois recommandé aux autorités monétaires de se lier les mains par une règle plus ou moins stricte, qui doit rester en place pendant une période suffisamment longue pour produire les effets escomptés, par exemple en termes de crédibilité de la banque centrale.

On peut distinguer deux types de règles : d'une part, celles qui prescrivent une évolution constante dans le temps de la cible opérationnelle de la politique monétaire (la proposition de M. Friedman d'un taux de croissance constant pour la base monétaire en est une illustration) et, d'autre part, celles qui lient les mouvements de la base monétaire ou du taux d'intérêt à court terme aux variations des variables macroéconomiques-clés. Dans ce deuxième groupe, les règles qui lient l'évolution des taux d'intérêt à l'écart de l'inflation par rapport à son objectif et à l'écart de production sont appelées communément règles de Taylor, du nom de l'économiste américain qui, en 1993, proposa une telle fonction de réaction :

$$i_t = \bar{r} + p_t + 0,5(p_t - \bar{p}) + 0,5 \frac{y_t - \bar{y}}{\bar{y}}$$

Où :

- $i_t$  désigne le taux d'intérêt recommandé des fonds fédéraux ;
- $\bar{r}$  est le taux d'intérêt réel d'équilibre ou neutre ;
- $p_t$  Représente l'inflation des quatre derniers trimestres, censée être indicative de l'inflation anticipée ;
- $\bar{p}$  est l'objectif d'inflation ;
- $y_t$  et  $\bar{y}$  correspondent, respectivement, aux niveaux du PIB observé et tendanciel ;
- les coefficients ont été fixés sommairement mais permettent à la règle d'expliquer l'évolution des taux des fonds fédéraux aux États-Unis dans la période 1987-1992.

La règle initiale formulée par Taylor postule que la banque centrale ne se préoccupe que de la situation économique dans son propre pays (les taux d'intérêt mondiaux ne sont, par exemple, pas pris en compte) et attribue des poids positifs et identiques aux écarts d'inflation et de production par rapport à leurs cibles respectives. Dans le cas où l'inflation est égale à l'objectif, fixé à 2 p.c., et le niveau de l'activité économique coïncide avec son niveau potentiel, le taux d'intérêt réel se confond avec son niveau d'équilibre de long terme. Dans la spécification originelle, celui-ci est fixé à 2 p.c. <sup>(1)</sup>.

(1) Soit une valeur comparable au taux de croissance tendanciel de l'économie américaine entre 1984 et 1992.

Par ailleurs, une simple réécriture de l'équation montre que le coefficient attribué à l'inflation est supérieur à l'unité. Cela signifie que la banque centrale ajustera le taux d'intérêt réel à la hausse dans le cas d'un dépassement de l'objectif d'inflation<sup>(1)</sup>.

$$i_t = \bar{r}_t - 0,5 \bar{p} + 1,5 p_t + 0,5 \frac{y_t - \bar{y}_t}{\bar{y}_t}$$

Taylor ne préconise pas de suivre mécaniquement une telle fonction de réaction. Il reconnaît la nécessité d'évaluer une large gamme d'indicateurs économiques, surtout dans les situations où l'économie subit des chocs temporaires et inattendus. Toutefois, la règle devrait faire partie des concepts examinés, ne fût-ce qu'à titre expérimental comme indicateur de l'orientation de la politique monétaire. Si l'expérience prouve sa fiabilité, elle pourrait devenir un guide privilégié pour la prise de décision et permettrait, en quelque sorte, de rapprocher la pratique et la théorie économique, cette dernière mettant en évidence la supériorité des règles par rapport aux politiques discrétionnaires, en termes de cohérence dans le temps (*time consistency*), de crédibilité et de maximisation du bien-être.

En 1999, Taylor franchit une étape supplémentaire et suggère l'utilisation de ce concept en tant que guide de la politique monétaire, en particulier dans le cas de l'Eurosystème. En effet, les résultats de simulations montrent que les règles simples du type de celles de Taylor sont robustes dans la mesure où elles permettent, dans les différents modèles économétriques, de stabiliser les prix et l'activité de façon comparable aux règles optimales, généralement plus compliquées. En revanche, une fonction de réaction optimale dans un modèle particulier conduit à des résultats moins satisfaisants qu'une règle de Taylor simple si elle est transposée dans d'autres modèles. Le fait de suivre une règle simple permet ainsi de minimiser le risque d'adopter une mauvaise stratégie, étant donné que la structure de l'économie n'est pas connue avec exactitude au moment de la prise de décision et change au fil du temps.

La règle de Taylor semble donc un concept très attrayant. Or, son utilisation nécessite certaines précautions en raison des problèmes qu'elle soulève, tant d'un point de vue théorique qu'empirique.

Tout d'abord, les poids attribués à l'inflation et à l'écart de production ont été fixés arbitrairement. Ils peuvent aussi faire l'objet d'une estimation : ils dépendent alors non seulement du modèle économique sous-jacent mais aussi de la méthode économétrique utilisée. Par ailleurs, il faut tenir compte du fait qu'implicitement ou explicitement chaque banque centrale accorde au cours du cycle économique plus de poids à l'une ou l'autre variable. L'évaluation de la politique monétaire risque ainsi d'aboutir à des conclusions contradictoires

en fonction de l'importance relative des deux variables dans la règle. Dans le cas de l'Eurosystème, l'objectif primordial est le maintien de la stabilité des prix. L'horizon temporel de cet objectif – à moyen terme – permet cependant de prendre en considération l'écart de production, essentiellement comme déterminant de l'évolution ultérieure des prix.

Le choix des variables soulève des difficultés supplémentaires. Celles-ci sont relativement limitées dans le cas de l'inflation, qui est généralement calculée sur la base d'un indice large des prix, tel que l'indice des prix à la consommation ou le déflateur du PIB. En l'absence de mouvements importants des termes de l'échange, ces deux indices évolueront de manière similaire. Le problème devient plus aigu lorsqu'il s'agit de déterminer l'écart de production, dont les estimations varient substantiellement en fonction de la méthode utilisée pour le calcul du niveau potentiel de l'activité économique et dont Orphanides (2000) a mis en évidence que l'estimation ex-post peut différer considérablement de l'estimation en temps réel. Enfin, si le taux d'intérêt réel d'équilibre est parfois approché par la moyenne des écarts entre le taux d'intérêt nominal et l'inflation observés sur une période plus ou moins longue, il fait parfois partie de la constante et est alors calculé après l'estimation de la règle. L'hypothèse d'un taux d'intérêt réel d'équilibre constant devient de plus en plus contraignante à mesure que l'horizon d'analyse s'allonge. En effet, la règle de Taylor ignore complètement les déterminants de cette variable.

Ensuite, la règle initiale formulée par Taylor ne prend pas en compte le caractère anticipateur de la politique monétaire. Or, la banque centrale ne contrôle guère l'inflation actuelle et ne peut influencer que l'inflation future à un horizon compris généralement entre quatre et huit trimestres. Les autorités monétaires réagiraient systématiquement trop tard si les décisions étaient fondées uniquement sur les évolutions actuelles des principales variables macroéconomiques. L'inclusion dans la règle de prévisions basées sur toute l'information disponible permet de mieux tenir compte des délais, longs et variables, de transmission des impulsions de politique monétaire. Le débat sur la capacité de ces fonctions de réaction de nature anticipatrice à mieux stabiliser les prix et l'activité n'est cependant pas clos<sup>(2)</sup>.

(1) D'un point de vue plus théorique, Woodford (2001) a démontré, dans le cadre d'un modèle « néo-wicksellien », qu'un coefficient de l'inflation supérieur à l'unité constitue, d'une part, une condition nécessaire et suffisante pour pouvoir déterminer le niveau des prix d'équilibre et implique, d'autre part, que la volatilité des prix et de la production se réduira à mesure que l'on converge vers l'équilibre : la règle permet ainsi de stabiliser le système.

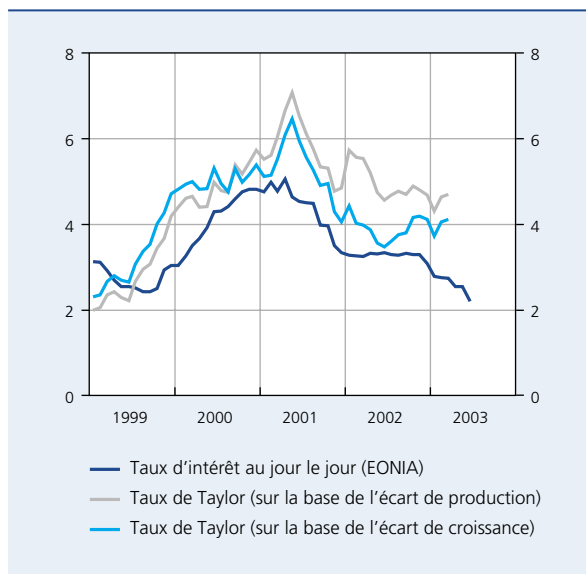
(2) Voir par exemple Batini et Haldane (1999) et Banque centrale européenne (2001).

Enfin, la règle de Taylor peut, dans certains cas, envoyer des signaux erronés. Par exemple, dans le cas d'un choc pétrolier temporaire ou d'une augmentation de la TVA, si, à court terme, la hausse des prix fait plus que compenser la baisse de l'activité économique, la règle préconisera un relèvement du taux d'intérêt. Si l'effet sur les prix est de nature temporaire, ce relèvement des taux n'est pourtant pas une réponse adéquate. La politique monétaire peut tolérer les effets, dits de « premier tour », des variations exceptionnelles du niveau général des prix.

En conséquence, il serait imprudent de fonder la conduite de la politique monétaire uniquement sur une fonction de réaction, et plus généralement sur un seul indicateur. Au contraire, la banque centrale doit analyser l'origine des chocs qui affectent l'économie et adopter une approche diversifiée, puisqu'elle agit dans un cadre affecté par une grande incertitude, qu'il s'agisse de la structure de l'économie, du comportement des agents économiques, des évolutions futures ou tout simplement de la mesure des variables macroéconomiques. La prise en compte de plusieurs modèles et indicateurs réduit ainsi le risque d'erreurs et permet d'élaborer une stratégie plus robuste face à un environnement incertain.

Afin d'illustrer l'application et les limites d'une règle simple, nous comparerons le taux d'intérêt au jour le jour dans la zone euro avec les taux d'intérêt hypothétiques calculés à l'aide de la règle initiale de Taylor et de règles modifiées. Le taux d'inflation est mesuré sur la base de l'IPCH et la cible d'inflation est fixée à 2 p.c., bien que l'objectif du Conseil des gouverneurs de la BCE soit de maintenir la progression des prix au-dessous de ce seuil. Le taux d'intérêt réel neutre est fixé à 2,25 p.c., ce qui correspond approximativement à la moyenne arithmétique des taux d'intérêt réels des dix dernières années<sup>(1)</sup>. Le niveau potentiel de la production est estimé au moyen d'une spécification log-linéaire et sur la base des données mensualisées du PIB de la zone euro depuis 1991. Enfin, à la suite des travaux d'Orphanides (2000), on a remplacé, dans la règle modifiée, l'écart de production, c'est-à-dire l'écart entre le niveau de la production observée et celui de la production potentielle, par l'écart entre la croissance observée et la croissance potentielle, cette dernière étant égale à 2,25 p.c. Cette substitution présente l'avantage de réduire les erreurs de décision dues aux erreurs d'estimation en temps réel du niveau de la production potentielle. En outre, l'écart de croissance anticipe souvent l'écart de production.

**GRAPHIQUE 10** RÈGLE DE TAYLOR ET TAUX D'INTÉRÊT AU JOUR LE JOUR DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE, calculs propres.

Quelle que soit la règle envisagée, les taux d'intérêt de Taylor affichent une plus grande volatilité que les taux d'intérêt observés au jour le jour<sup>(2)</sup>. Ceci résulte du fait que les fonctions de réaction retenues supposent une politique monétaire très active, réagissant immédiatement aux nouvelles évolutions des prix et de la production<sup>(3)</sup>. En d'autres termes, elles ne tiennent pas compte des effets négatifs d'une volatilité accrue des taux d'intérêt, qui peut brouiller le processus de formation des attentes. Une modification graduelle des taux directeurs renforce l'efficacité de la politique monétaire en permettant d'obtenir une meilleure transmission des variations des taux courts sur l'ensemble de la courbe des rendements.

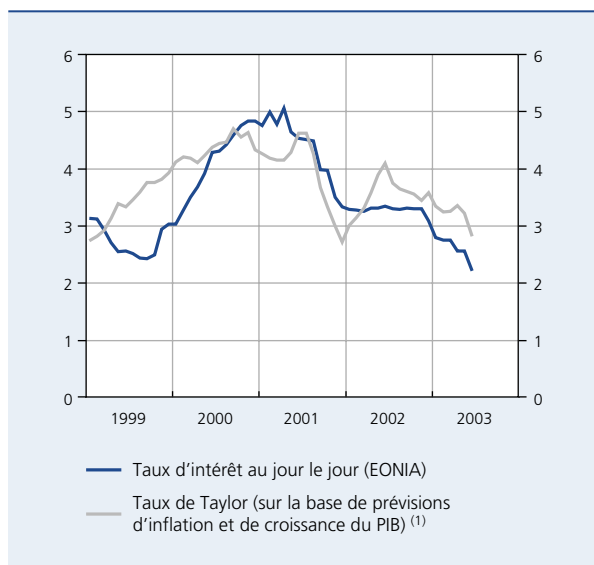
Les fonctions de réaction envisagées ne permettent qu'imparfaitement de rendre compte des décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE. À leur aune, celui-ci semble avoir généralement mené une politique monétaire assez accommodante, qui, tout en donnant la priorité à l'objectif de stabilité des prix, a pu contribuer à stabiliser la croissance.

(1) Avant janvier 1999, ce taux d'intérêt s'obtient comme une moyenne arithmétique pondérée des taux d'intérêt des pays membres de la zone euro.

(2) La volatilité, mesurée par l'écart type sur la période sous revue, est égale à 0,80 pour la série observée des taux d'intérêt et à 0,97 et 1,21 pour le taux d'intérêt de Taylor obtenu respectivement à partir des règles modifiée et initiale.

(3) Une fonction de réaction qui prend en considération le gradualisme de la banque centrale a été présenté par Clarida et al. (1998).

**GRAPHIQUE 11** RÈGLE DE TAYLOR SUR LA BASE DE PRÉVISIONS ET TAUX D'INTÉRÊT AU JOUR LE JOUR DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE, The Economist, calculs propres.

(1) Anticipations à un an calculées au moyen des prévisions par année civile fournies par les enquêtes de The Economist et des observations relatives à la période écoulée de l'année en cours. La règle est calculée sur la base de l'écart de croissance.

Le remplacement des données d'inflation et de croissance par leurs anticipations à un an effectuées par des prévisionnistes professionnels conduit à des conclusions assez proches. Le taux d'intérêt hypothétique, qui peut être calculé pour la période la plus récente, présente toutefois une volatilité nettement plus faible et est moins systématiquement supérieur au taux observé. Dans l'interprétation des résultats de ces calculs, il faut tenir compte de ce que les prévisionnistes incorporent souvent dans leurs projections une anticipation de modification des taux d'intérêt de la banque centrale.

## Les anticipations d'inflation

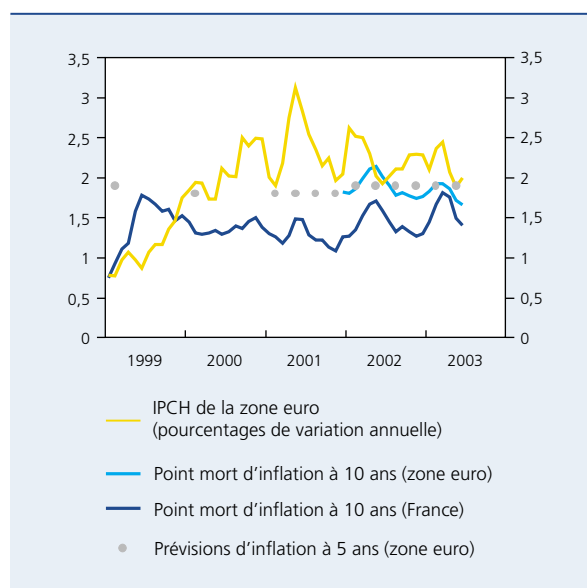
Les banques centrales placent au premier rang de leurs objectifs le maintien de la stabilité des prix. Il est toutefois hasardeux de juger de l'orientation de la politique monétaire sur la base de l'inflation courante, car celle-ci est soumise à l'influence de nombreux chocs exogènes, qui ne sont pas contrôlés par les autorités monétaires. Une banque centrale ne peut pas être tenue responsable de ces variations temporaires du taux d'inflation. Elle n'a de raison d'y réagir que pour éviter que ces mouvements ne se propagent aux attentes d'inflation et ne finissent ainsi par être intégrés dans la formation des prix et salaires.

Pour cette raison, les anticipations d'inflation à moyen et long termes (5 et 10 ans) fournissent probablement de bonnes indications sur la pertinence de la politique monétaire. En outre, elles sont un indicateur simple de la crédibilité des autorités monétaires, laquelle augmente l'efficacité de leur politique. Il est donc souhaitable que les attentes d'inflation à moyen et long termes soient proches de l'objectif d'inflation.

Le graphique 12 présente deux mesures des anticipations d'inflation : d'une part, le point mort d'inflation qui est déduit de l'écart entre les taux de rendement des obligations nominales à dix ans et des obligations indexées de même durée (émises par l'État français) ; d'autre part, les anticipations d'inflation provenant d'enquêtes au sein de la zone euro conduites par la BCE auprès des professionnels de la finance.

Ces deux indicateurs peuvent être critiqués. La liquidité sur le marché des obligations françaises indexées est restreinte. Ceci implique, d'une part, que la volatilité des rendements est plus élevée que pour les obligations nominales et, d'autre part, que les taux d'intérêt réels incorporent une prime de liquidité qui induit probablement un biais à la baisse du point mort d'inflation. En sens inverse, il faut noter que celui-ci ne mesure pas seulement l'anticipation moyenne d'inflation mais aussi la prime de risque liée à l'incertitude affectant cette prévision. Quant aux

**GRAPHIQUE 12** INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION À MOYEN ET À LONG TERMES DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE.

anticipations d'inflation obtenues par enquête, elles ne concernent que le public restreint des analystes financiers, supposés bien informés, et non les agents qui prennent les décisions en matière de prix et de salaires.

Toutefois, les deux types d'indicateurs donnent des résultats similaires. En dépit de chocs successifs ayant porté la hausse de l'IPCH au-delà du seuil de 2 p.c., les anticipations d'inflation ont évolué dans des limites étroites et généralement conformes à celles qui définissent la stabilité des prix dans la zone euro. Il semble donc que l'Eurosystème ait réussi à ancrer fermement les anticipations inflationnistes à moyen et long termes.

## Conclusion

La politique monétaire agit par des voies indirectes dans un environnement complexe, mouvant et incertain. Sa stratégie doit à la fois tenir compte de cette complexité et veiller à être lisible afin de gagner en crédibilité et de mieux permettre au public de juger les décisions prises. Aucune banque centrale n'a adopté une règle simple permettant un pilotage automatique. En revanche, toutes les banques centrales placent au premier rang de leurs objectifs le maintien de la stabilité des prix et s'attachent à motiver leurs décisions. Le degré de discrétion que s'autorisent les banques centrales dans la conduite de leurs politiques est variable. Ainsi, la Réserve fédérale américaine n'a pas de stratégie explicite, tandis que le Conseil des gouverneurs de la BCE a fourni une définition quantifiée de la stabilité des prix (avec toutefois une certaine flexibilité offerte par l'engagement de maintenir celle-ci « à moyen terme ») et prend ses décisions en fonction d'une analyse large organisée en deux « piliers ».

Divers outils simplificateurs, visant à résoudre la tension entre la complexité de l'environnement et le caractère élémentaire des instruments de la politique monétaire, sont utilisés par les observateurs et parfois proposés comme règles pour la conduite de cette politique. Leurs mérites et leurs limites ont été explorés dans cet article. Il apparaît notamment que même les indicateurs synthétiques doivent être interprétés avec prudence car ils ne peuvent rendre compte de la complexité d'un environnement changeant.

Malgré leurs défauts, ces outils ont été appliqués à la situation de la zone euro. L'impression qui s'en dégage quant à l'orientation actuelle de la politique monétaire de l'Eurosystème peut être résumée comme suit :

- la liquidité est particulièrement abondante dans la zone euro, mais elle a sans doute été temporairement affectée par une aversion au risque plus aiguë qu'à l'accoutumée ;

- le taux d'intérêt réel à court terme est particulièrement bas ;
- il en va de même de l'indice des conditions monétaires, même s'il s'est redressé depuis le printemps 2002 ;
- le taux d'intérêt directeur de la BCE est situé sous le niveau préconisé par plusieurs règles du type de celle de Taylor ;
- les anticipations d'inflation à moyen et long termes restent légèrement au-dessous de 2 p.c.

En dépit de leurs imperfections, ces indicateurs convergent pour donner l'image globale d'une politique monétaire qui a utilisé, afin de stabiliser la croissance, les marges offertes par la crédibilité déjà acquise en termes de maintien de la stabilité des prix.

Il va sans dire que le Conseil des gouverneurs de la BCE fonde ses décisions de politique monétaire sur une analyse beaucoup plus approfondie que l'examen des indicateurs précités, comme en témoigne notamment l'étendue de l'information contenue dans les bulletins mensuels de la BCE. Le Conseil étudie toute l'information disponible sur l'état de l'économie et sur son évolution probable, laquelle est synthétisée à intervalles réguliers par les projections effectuées par les services de l'Eurosystème, et il confronte les indications provenant des analyses économique et monétaire pour évaluer les risques affectant, à divers horizons temporels, la stabilité des prix et réagir en conséquence.

## Références

- Banque centrale européenne (2001), « Les problèmes soulevés par les règles de politique monétaire », *Bulletin mensuel* (octobre), pp. 37-50.
- Batini, N., Haldane, A. (1999), « Monetary Policy Rules and Inflation Forecasts », *Bank of England Quarterly Bulletin* (février), pp. 60-6.
- Clarida, R., Galí, J., Gertler, M. (1998), « Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence », *European Economic Review*, vol. 42, n° 6, pp. 1033-67.
- de Mourgues, M. (1993), « La monnaie: système financier et théorie monétaire », 3<sup>e</sup> édition, *Economica*.
- Deutsche Bundesbank (1999), « Taylor Interest Rate and Monetary Conditions Index », *Monthly Report* (avril), pp. 47-63.
- Dornbush, R., Favero, C.A., Giavazzi, F. (1998), « Immediate Challenges for the ECB: Issues in Formulating a Single Monetary Policy », *Economic Policy*, vol. 26, pp. 15-64.
- Dugay, P. (1994), « Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33, n° 1, pp. 39-61.
- Eika, K. H., Ericsson, N. R., Nymoen, R. (1996), « Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index », *Oxford Bulletin of Statistics and Economics*, vol. 58, n° 4, pp. 765-90.
- Ericsson, N. R., Jansen, E. S., Kerbeshian, N. A., Nymoen, R. (1999), « Interpreting a Monetary Conditions Index in Economic Policy », *Occasional Papers, Norges Bank Schrifserie*, n° 28, pp. 27-48.
- Freedman, C. (1994), « The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada », dans Baliño, T. J. T., Cottarelli, C. (éd.), *Frameworks for Monetary Stability*, FMI, pp. 458-78.
- Freedman, C. (1995), « Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique », *Revue de la Banque du Canada* (automne), pp. 53-9.
- Grande, G. (1997), « Properties of the Monetary Conditions Index », *Temi di discussione, Banca d'Italia*, n° 324.
- Martinez Pagés, J., Ortega Eslava, E. (2000), « Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias », *Banco de España, Boletín Económico* (février).
- McAdam, P., Morgan, J. (2001), « The Monetary Transmission Mechanism at the Euro-Area Level: Issues and Results Using Structural Macroeconomic Models », *ECB Working Paper*, n° 93.
- Orphanides, A. (2000), « The Quest for Prosperity without Inflation », *ECB Working Paper*, n° 15.
- Peersman, G., Smets, F. (2001), « The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis », *ECB Working Paper*, n° 91.
- Salomon Smith Barney (1998), *Euro Weekly*, (27 août).
- Taylor, J.B. (1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214.
- Taylor, J.B. (1999), « The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 3, pp. 655-79.



Van Els, P., Locarno, A., Morgan, J., Viletelle, J-P. (2001) « Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us ? », *ECB Working Paper*, n° 94.

Woodford, M. (2001), « The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 91, n° 2, pp. 232-36.

# Le crédit bancaire au secteur privé en Belgique

M. Hradisky\*

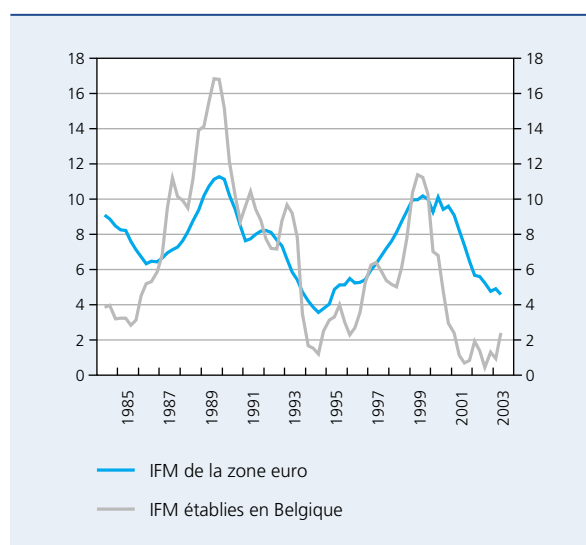
Après des taux de croissance de plus de 10 p.c. en rythme annuel au cours de l'année 1999, la progression des crédits au secteur privé en Belgique n'a cessé de se ralentir, au point que certains observateurs ont évoqué, dès le printemps de 2001, une situation d'assèchement de l'octroi de crédit. Assiste-t-on réellement à un resserrement substantiel de l'offre de crédit bancaire en Belgique ou le ralentissement est-il dû à la demande? Les entreprises et les particuliers sont-ils concernés de la même manière? Le présent article s'attache à fournir quelques éléments de réponse à ces questions. Il présente aussi pour la première fois les résultats pour la Belgique de l'enquête trimestrielle de l'Eurosystème<sup>(1)</sup> auprès des responsables de l'octroi de crédit dans les banques.

## Le crédit bancaire au secteur privé

La croissance de l'encours des prêts<sup>(2)</sup> octroyés par les établissements de crédit belges au secteur privé<sup>(3)</sup> résident de la zone euro a accusé un recul marqué depuis le point haut de 1999, pour se stabiliser aux alentours de 1 p.c. l'an à partir de 2001, soit un rythme de progression nettement inférieur à celui des prêts des institutions financières monétaires<sup>(4)</sup> (IFM) de l'ensemble de la zone euro. Un écart d'amplitude comparable entre les évolutions belge et européenne avait déjà été observé en 1984. Les prêts des banques belges subissent des fluctuations cycliques plus marquées et leurs évolutions semblent généralement précéder celles des prêts consentis par les établissements de crédit de la zone euro.

**GRAPHIQUE 1 CRÉDITS BANCAIRES AU SECTEUR PRIVÉ DE LA ZONE EURO**

(pourcentages de variation des encours moyens par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources : BCE, BNB.

\* L'auteur remercie D. Gosset, C. Gouyette et V. Périlleux pour leur aide.

(1) L'Eurosystème est constitué de la BCE et des douze banques centrales nationales de la zone euro.

(2) Dans cet article, les termes « prêts » et « crédits » seront indifféremment utilisés. Il arrive que le terme « crédits » désigne non seulement les prêts mais aussi les avoirs des banques sous la forme de titres.

(3) À savoir l'ensemble des emprunteurs autres que les IFM et les administrations publiques.

(4) Les IFM comprennent la banque centrale et les autres institutions financières monétaires, ces dernières étant composées des établissements de crédit et des organismes de placement collectif à caractère monétaire. Les établissements de crédit fournissent presque la totalité du crédit des IFM au secteur privé.

Les premières indications relatives au deuxième trimestre 2003 laissent cependant entrevoir une légère reprise de l'octroi de crédit en Belgique.

Comme le montre le graphique 2, les vingt dernières années ont été marquées par deux grands cycles du crédit. Le premier va de 1983 à 1993 et le deuxième, de 1994 jusqu'au début de 2003. Le premier cycle paraît plus prononcé et plus symétrique que le deuxième, qui a été caractérisé par un bond de la croissance des crédits en 1999 mais dont le sommet a été nettement inférieur à celui de 1989.

Si l'effet de la conjoncture est visible d'emblée dans ces évolutions, celles-ci résultent aussi d'autres facteurs affectant l'offre et la demande de crédit.

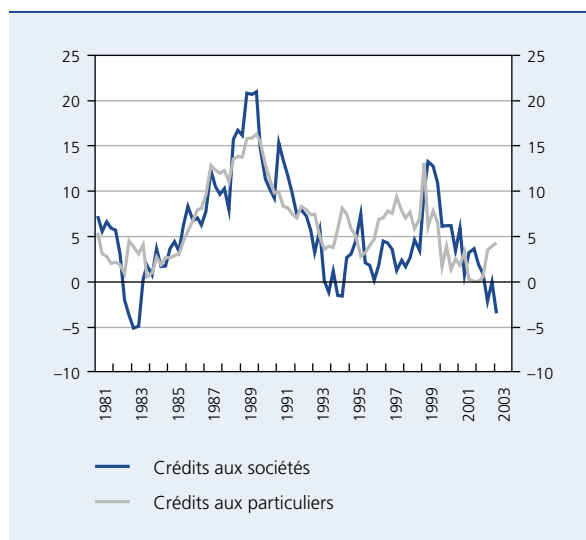
Du côté de la demande, le crédit sert à financer des investissements en capital fixe des entreprises (immeubles, équipements) et des ménages (logements), la formation de stocks et l'activité courante des sociétés, une partie de la consommation privée, notamment celle de biens durables, ainsi que des placements financiers et des investissements en actions (fusions et acquisitions de sociétés). Les crédits demandés aux banques belges pour ces diverses fins sont, entre autres, fonction du niveau de l'activité économique et des prix, des taux d'intérêt nominaux, des attentes en matière de croissance et d'inflation, de la disponibilité d'autres sources de financement (financement interne, émissions d'actions et de titres à revenu fixe, recours à d'autres dispensateurs de crédit), ainsi que du climat sur les marchés boursier et immobilier.

L'offre de crédit des banques belges dépend notamment de la disponibilité et du coût des ressources dont celles-ci disposent – qui sont affectés par la politique monétaire, les exigences réglementaires en matière de fonds propres et l'état du marché obligataire –, de la pression de la concurrence et de la perception du risque, qui est elle-même fonction de la conjoncture économique et de la valeur des garanties que peuvent présenter les emprunteurs.

Il n'est pas facile de distinguer l'incidence des modifications de l'offre de celle de la demande, car toutes deux réagissent à des facteurs communs. L'existence d'effets d'offre ne peut être décelée que par des moyens indirects, tels que l'observation du taux d'utilisation des ouvertures de crédit ou de l'écart entre les taux d'intérêt débiteurs et les taux de placements sans risque. À cet égard, la nouvelle enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit offre de précieuses informations supplémentaires.

## GRAPHIQUE 2 CRÉDITS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES AU SECTEUR PRIVÉ BELGE

(pourcentages de variation des encours par rapport à la fin du trimestre correspondant de l'année précédente, après élimination des réévaluations et des reclassifications)



Source : BNB.

Étant donné l'hétérogénéité des facteurs susceptibles d'affecter les crédits aux sociétés établies en Belgique, les crédits aux particuliers belges et les prêts aux entreprises et particuliers résidant dans d'autres pays de la zone euro, la suite de l'article sera consacrée aux deux premières catégories, qui constituent la majeure partie du crédit au secteur privé et dont les encours étaient respectivement de 102,8 et 86,4 milliards d'euros à la fin de 2002 (cf. encadré 1). Les données s'arrêtent à la fin de mars 2003. Les informations provisoires et partielles relatives à la fin de juin 2003 laissent entrevoir une légère remontée du taux de variation annuelle de l'encours des crédits aux sociétés et aux particuliers.

En dépit de facteurs spécifiques, les crédits aux sociétés et aux particuliers évoluent généralement de concert, parce qu'ils sont tous deux influencés notamment par la conjoncture et le niveau général des taux d'intérêt. Les prêts aux sociétés ont subi de plus amples fluctuations que les prêts aux particuliers, dont l'encours n'a jamais décliné au cours des vingt-trois dernières années. L'écart entre le rythme de variation des prêts aux particuliers et celui des prêts aux sociétés observé au début de 2003 est cependant particulièrement élevé : en effet, les prêts aux ménages ont enregistré une progression de 4,3 p.c. l'an, tandis que les crédits aux sociétés se sont contractés de 3,5 p.c. sur la base annuelle.

## Encadré 1 – Les données relatives aux crédits bancaires

La plupart des données relatives aux crédits bancaires utilisées dans cet article proviennent des comptes financiers de la Belgique et sont établies selon les principes suivants.

### Secteur créancier :

établissements de crédit, sur une base territoriale (sièges belges des établissements de crédit de droit belge et de droit étranger).

### Secteurs débiteurs :

- graphique 1 : ensemble des débiteurs résidents de la zone euro, autres que les IFM et les administrations publiques;
- graphiques 2 à 4 et 6 : sociétés sises en Belgique, autres que les IFM, les sociétés d'assurances, les fonds de pension et les organismes de placement collectif<sup>(1)</sup>;
- graphiques 2 et 8, ménages (y compris les indépendants) et institutions sans but lucratif au service des ménages, résidant en Belgique.

### Instruments financiers :

crédits accordés à l'origine par les établissements de crédit sous diverses formes (prêts à terme fixe, prêts hypothécaires, avances en comptes courants, prêts à tempérament, effets de commerce, etc.), à l'exclusion des valeurs mobilières et autres titres négociables.

### Sources et corrections :

la source principale est la situation mensuelle des établissements de crédit (« schéma A ») et ses annexes ; les données brutes sont toutefois retravaillées, en particulier pour estimer des flux nets au départ des variations d'encours, en excluant l'incidence des variations de cours de change et autres réévaluations et des reclassifications.

Le graphique 5 est établi sur la base des données de la Centrale des crédits aux entreprises, qui sont plus détaillées mais qui ne sont pas exhaustives, entre autres parce qu'elles ne concernent que les crédits égaux ou supérieurs à 25.000 euros.

À la fin de 2002, les encours des crédits dont il a été question ci-dessus s'établissaient comme suit :

	(milliards d'euros)
Crédits des établissements de crédit belges au secteur privé de la zone euro	205,5
dont :	
– crédits aux sociétés belges	102,8
<i>dont crédits enregistrés à la Centrale des risques</i>	<i>74,5</i>
– crédits aux particuliers belges	86,4
<i>dont prêts hypothécaires</i>	<i>61,1</i>

Les données relatives aux taux d'intérêt débiteurs (graphiques 6 à 8) proviennent d'une enquête auprès des banques belges, qui a débuté en 1993 et qui se réfère à des contrats-types. Une nouvelle enquête, harmonisée par l'Eurosystème, a été lancée en janvier 2003. Ses résultats seront publiés au cours du quatrième trimestre 2003.

(1) Dans les comptes financiers de la Belgique, le secteur des sociétés non financières ne comprend plus depuis peu (Bulletin statistique de la BNB, 2003-II) les sociétés holdings financières, les sociétés de bourse ou les sociétés hypothécaires. Dans cet article, ces institutions restent comprises dans le secteur des sociétés, car les données les concernant ne sont que tardivement disponibles et les emprunts qu'elles contractent auprès des établissements de crédit servent en grande partie à financer des prêts aux sociétés non financières.

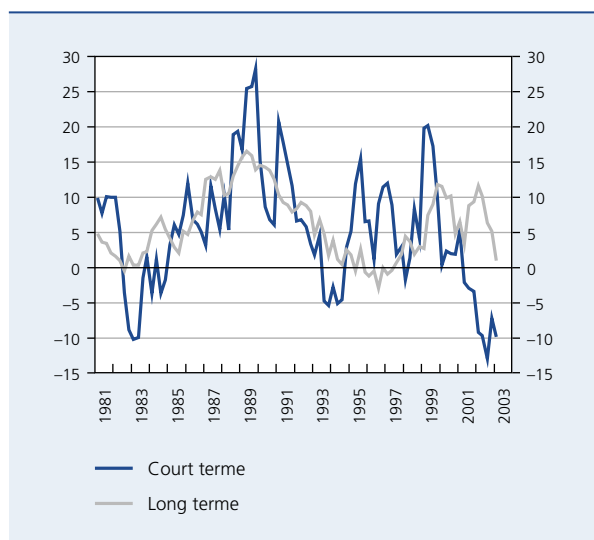
## Crédits aux sociétés

La récente contraction des crédits bancaires aux sociétés est due surtout aux crédits à court terme, constitués principalement des crédits de caisse et des avances à un an au plus. Cette catégorie de crédit, qui représente en moyenne quelque 45 p.c. du total, est certes la plus volatile, mais l'écart entre le taux de variation des crédits à court et à long termes n'a jamais été aussi important qu'en 2002. Dans le courant de cette même année, toutefois, la croissance des prêts à long terme aux sociétés, qui comprennent en particulier les crédits à l'investissement, a fléchi à son tour. Au cours de la période de douze mois se terminant à la fin de mars 2003, l'octroi de crédit, tant à court qu'à long terme, a été inférieur aux remboursements, de sorte que l'encours des crédits consentis aux sociétés a diminué de quelque 3,5 p.c. De telles contractions s'étaient déjà produites en 1982-1983 et dans une moindre mesure en 1993-1994.

En proportion du financement externe total des sociétés, les crédits des banques belges ont eu tendance à décliner au cours des deux dernières décennies, tandis que se développaient le recours aux banques étrangères et les émissions de titres – en particulier les actions, mais aussi les titres à court terme émis par les centres de coordination. En conséquence, les entreprises sont globalement moins exposées aux variations cycliques de l'offre de crédit des banques belges.

**GRAPHIQUE 3 CRÉDITS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES AUX SOCIÉTÉS BELGES**

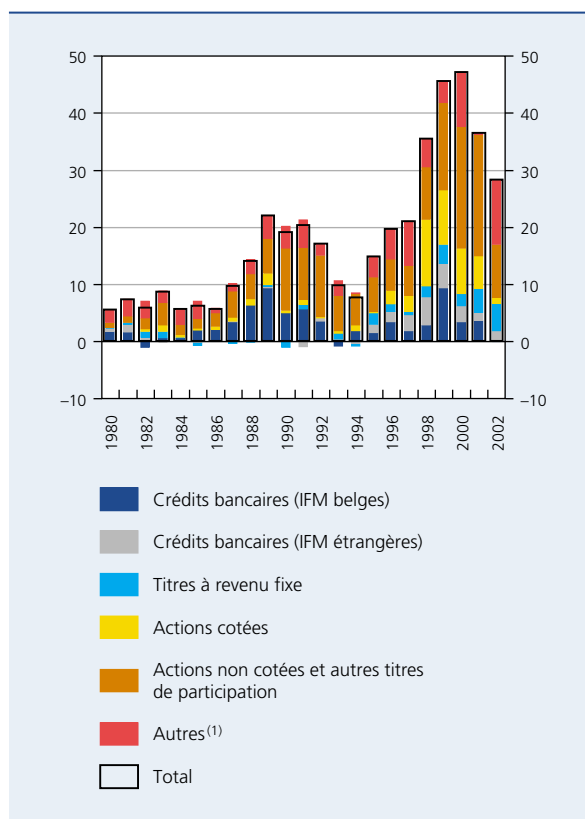
(pourcentages de variation des encours par rapport à la fin du trimestre correspondant de l'année précédente, après élimination des réévaluations et des reclassifications)



Source : BNB.

**GRAPHIQUE 4 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS BELGES**

(milliards d'euros)



Source : BNB.

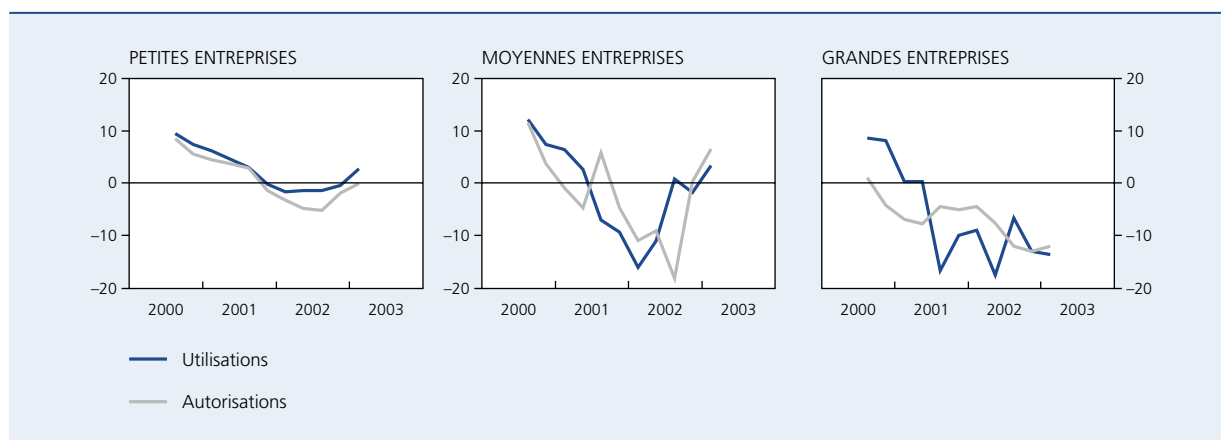
(1) Cette rubrique comprend notamment les prêts reçus de sociétés liées sises à l'étranger et les autres comptes à payer au sens du SEC 95.

Il n'est cependant pas exclu que les petites entreprises en ressentent plus durement les effets, car elles dépendent davantage du crédit bancaire. Les données de la Centrale des crédits, qui sont moins exhaustives que celles des comptes financiers mais qui permettent une distinction selon la taille des débiteurs, montrent que la contraction du crédit aurait touché essentiellement les grandes entreprises, alors que l'encours des prêts aux petites sociétés n'aurait enregistré que de faibles variations<sup>(1)</sup>. Les crédits aux moyennes entreprises ont subi, quant à eux, des évolutions contrastées : après quatre trimestres de recul, ils se sont d'abord stabilisés avant d'enregistrer à un an d'écart une légère augmentation au premier trimestre 2003. En revanche, le taux de variation des crédits octroyés a été plus systématiquement inférieur à celui des utilisations

(1) Les données de la Centrale des crédits fournissent une image globale quelque peu différente de celles des comptes financiers, dans la mesure où, selon ces données, la contraction de l'encours des crédits aux sociétés aurait débuté dès le troisième trimestre 2001, et aurait été la plus forte à la mi-2002, avant de s'atténuer quelque peu au premier trimestre 2003. La chute au troisième trimestre 2001 pourrait être partiellement due à des corrections effectuées par des banques déclarantes.

**GRAPHIQUE 5 CRÉDITS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES AUX SOCIÉTÉS BELGES PAR TAILLE D'ENTREPRISES<sup>(1)</sup>, SELON LA CENTRALE DES CRÉDITS**

(pourcentages de variation des encours par rapport à la fin du trimestre correspondant de l'année précédente)



Source : BNB.

(1) Sont considérées comme petites entreprises les sociétés qui ont déposé un schéma abrégé des comptes annuels. Celles qui ont déposé un schéma complet sont considérées comme grandes ou moyennes selon que les chiffres d'affaires de deux années consécutives ont été supérieurs ou non à 37,2 millions d'euros.

pour les petites entreprises que pour les plus grandes, ce qui pourrait être l'indice d'un effet d'offre plus prononcé. Le degré d'utilisation des lignes de crédit des petites entreprises, traditionnellement plus élevé, s'est donc accru légèrement, passant de 79 p.c. à la fin de 1999 à 84 p.c. au premier trimestre 2003, tandis que ceux des moyennes et grandes entreprises sont demeurés respectivement aux alentours de 63 et 50 p.c.

Au cours des deux dernières décennies, le rythme de variation des crédits bancaires aux sociétés a été fortement corrélé avec le taux de croissance de l'activité économique. L'incidence négative des taux d'intérêt est moins évidente : elle est réelle, mais paraît s'exercer parfois avec un certain délai.

Le reflux de l'octroi de crédit par rapport au sommet de 1999 s'explique en majeure partie par la détérioration de la conjoncture. Les hausses des taux d'intérêt survenues de la mi-1999 à la fin de 2000 y ont sans doute aussi contribué. Comme en 1994, la récente contraction de l'encours des crédits ne semble cependant que partiellement expliquée par ces deux facteurs. En effet, le recul marqué des mouvements de fusions et acquisitions est un autre déterminant de cette contraction.

Les écarts de taux d'intérêt par rapport aux placements sans risque constituent l'un des éléments permettant d'évaluer le comportement des banques en matière d'octroi de crédit. Comme en atteste l'élargissement de ces écarts au cours des trois dernières années, les établissements de

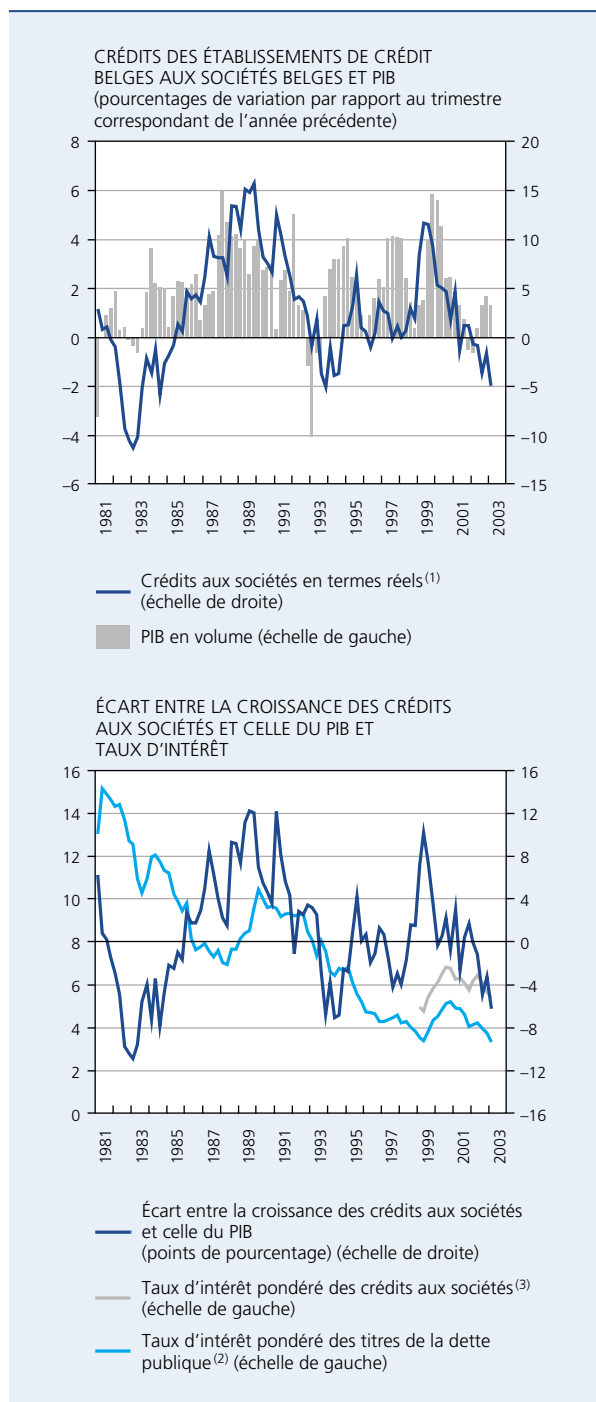
crédit semblent effectivement avoir adopté une attitude plus restrictive : les marges sur les crédits de caisse, un instrument a priori réservé aux PME, ainsi que sur les crédits à l'investissement se sont stabilisées depuis le début de 2003 à des niveaux substantiellement plus élevés que par le passé. En revanche, le taux des avances à terme fixe, un produit financier réservé habituellement aux grandes sociétés, a été rapidement et intégralement adapté aux variations du taux correspondant du marché monétaire. Les relèvements de marges par rapport aux taux d'intérêt des titres de la dette publique pourraient s'expliquer en partie par une adaptation aux conditions en vigueur dans les pays voisins, à la suite de l'intégration des marchés financiers en Europe et de fusions transfrontalières. Ils peuvent avoir été facilités par une concentration accrue du secteur bancaire en Belgique<sup>(1)</sup>. Ils témoignent sans doute aussi d'une attitude plus prudente, sous l'effet de la morosité conjoncturelle ainsi que de l'anticipation du nouvel accord de Bâle sur les exigences en matière de fonds propres<sup>(2)</sup>. À ce sujet, le récent article publié dans la Revue de stabilité financière de la BNB<sup>(3)</sup> montre toutefois que ce nouvel accord de Bâle ne devrait conduire ni à un renchérissement, en termes de fonds propres, ni à un rationnement du crédit aux PME en Belgique.

(1) L'indice d'Herfindahl – somme des carrés des parts de marché exprimées en pourcentage, qui peut donc varier entre 0 et 10.000 – appliqué aux crédits des établissements de crédit belges aux sociétés belges est passé de 971 à la fin de 1995 à 1.825 à la fin de 2000 et à 1.894 à la fin de 2002.

(2) La nouvelle réglementation prévoit, par rapport à l'accord de Bâle I, une pondération beaucoup plus fine et différenciée des actifs en fonction des risques.

(3) Cf. Masschelein (2003).

**GRAPHIQUE 6 CRÉDITS BANCAIRES AUX SOCIÉTÉS, PIB ET TAUX D'INTÉRÊT**

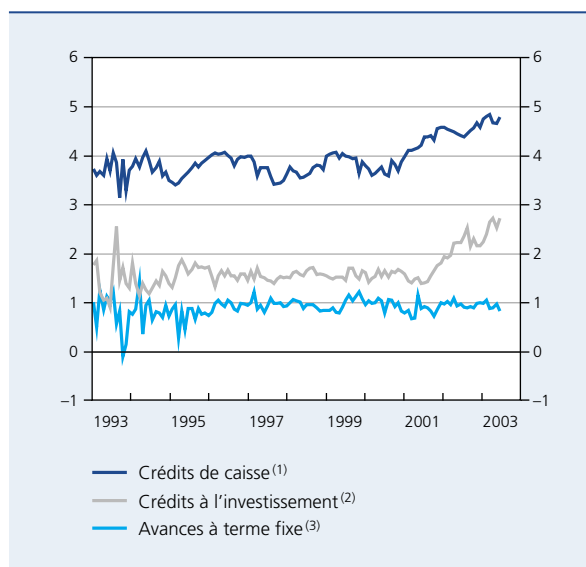


Source : BNB.

- (1) Crédits accordés par les établissements de crédit belges. Données de fin de trimestre corrigées pour éliminer l'incidence des réévaluations et reclassifications et divisées par le déflateur du PIB.
- (2) Moyenne pondérée du taux des certificats de trésorerie à trois mois et du taux de rendement des emprunts à long terme (emprunts à six ans et plus jusqu'à la fin de 1992, OLO à cinq ans ensuite). Les poids se réfèrent à la part des crédits à court et long termes dans les crédits aux sociétés.
- (3) Moyenne pondérée des taux d'intérêt des crédits d'investissement, des avances à terme fixe, des crédits de caisse, des prêts à tempérament, des prêts hypothécaires et des crédits d'escompte.

**GRAPHIQUE 7 ÉCART ENTRE LES TAUX D'INTÉRÊT DÉBITEURS DES BANQUES BELGES ET LES TAUX D'INTÉRÊT DES TITRES DE LA DETTE PUBLIQUE**

(points de pourcentage)



Source : BNB.

- (1) Écart par rapport au taux d'intérêt des certificats de trésorerie à trois mois.
- (2) Écart par rapport au taux de rendement des OLO à cinq ans.
- (3) Écart par rapport au taux d'intérêt des certificats de trésorerie à six mois.

Selon l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit (cf. encadré 2), le relèvement des marges apparaît comme la principale forme du durcissement, par les banques belges, des critères de l'octroi de crédits aux entreprises au cours des trois trimestres écoulés. Toutefois, parallèlement à une reprise attendue de la demande, certaines banques prévoyaient, en juillet, un léger assouplissement de ces critères au troisième trimestre 2003.

## Crédits aux particuliers

Les crédits à court terme ne représentent que le dixième des crédits consentis par les établissements de crédit belges aux particuliers. Quant aux crédits à long terme, plus des trois quarts d'entre eux sont contractés actuellement sous la forme de prêts hypothécaires.

Comme les crédits aux sociétés, les prêts hypothécaires paraissent sensibles au climat conjoncturel. Ils semblent en outre réagir plus nettement aux taux d'intérêt.

Après une vive progression en 1999, les prêts hypothécaires ont rapidement régressé à mesure que la croissance économique s'essouffait. En outre, la hausse des taux hypothécaires observée entre le deuxième trimestre 1999 et la

## Encadré 2 – Enquête de l’Eurosystème sur la distribution du crédit

L’analyse des évolutions du marché du crédit revêt une importance particulière pour la préparation des décisions de politique monétaire, en raison du rôle fondamental que joue le crédit dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire et, plus généralement, dans l’économie. L’enquête trimestrielle de l’Eurosystème sur la distribution du crédit, réalisée pour la première fois en janvier 2003, constitue à cet égard une source d’information appréciable sur les conditions de l’offre et de la demande de crédit, en complément des statistiques existantes. D’autres banques centrales, telles que la Réserve fédérale américaine ou la Banque du Japon, mènent des enquêtes similaires.

L’enquête comprend dix-sept questions de type qualitatif, qui portent sur les évolutions de la demande et de l’offre de crédit observées au cours du trimestre écoulé et attendues au cours du trimestre suivant. Une question ouverte invite les responsables en charge de l’octroi de crédit à formuler d’éventuelles observations complémentaires. Trois grandes catégories de crédit sont distinguées: les prêts aux sociétés non financières, les prêts hypothécaires aux ménages et les autres prêts aux ménages. L’échantillon construit à l’échelle de la zone euro compte actuellement 86 établissements de crédit et comprend au moins trois banques par pays. L’échantillon belge est constitué des quatre principales banques. Pour le calcul des résultats au niveau national, chaque institution se voit octroyer le même poids, tandis qu’au niveau de la zone euro, les résultats nationaux sont agrégés sur la base des parts nationales dans l’encours total des prêts. Ce calcul s’opère sur la base du concept de « pourcentage net » qui correspond à la différence entre le pourcentage de réponses indiquant une évolution dans un sens donné et le pourcentage de réponses qui révèlent une évolution dans le sens opposé. Ainsi, un pourcentage net négatif reflète, selon le cas envisagé, un durcissement des critères d’octroi de crédits ou un affaiblissement de la demande de crédits. Pour plus de détails sur cette enquête et sur la présentation des résultats, on se référera à l’article publié dans le Bulletin statistique de la Banque d’août 2003.

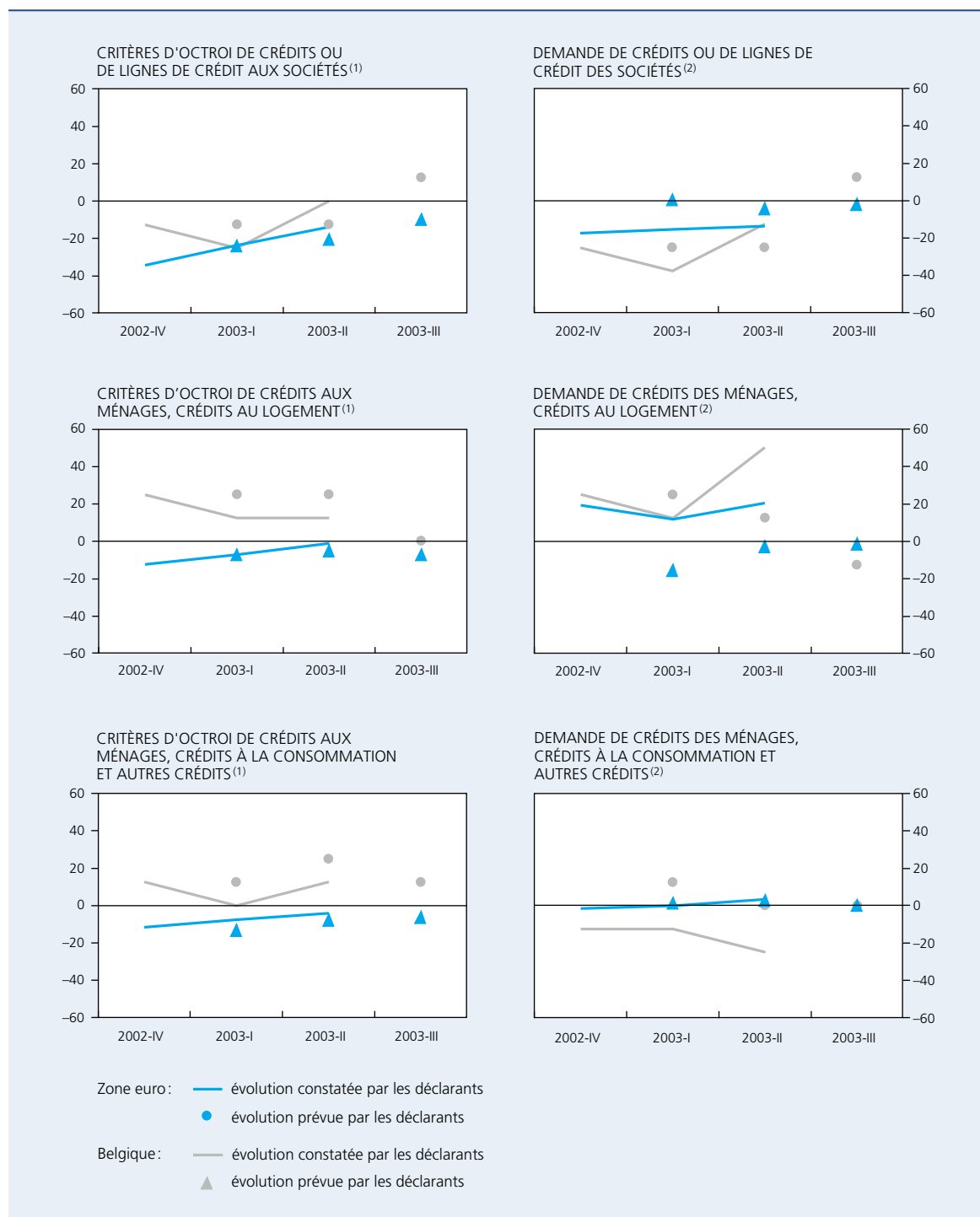
Les résultats de l’enquête font apparaître un durcissement des critères d’octroi de prêts aux sociétés et aux ménages dans la zone euro pendant les trois trimestres écoulés. Toutefois, une lecture plus encourageante est possible dans la mesure où le nombre de banques qui resserrent ces critères s’inscrit à la baisse et devrait se stabiliser, voire diminuer, au troisième trimestre 2003. En Belgique, les résultats ont été un peu plus contrastés selon les secteurs, faisant aussi apparaître un durcissement des critères d’octroi de crédits aux entreprises au cours des deux premiers trimestres couverts (suivi d’une stabilisation au deuxième trimestre 2003), mais un assouplissement des critères de prêt aux ménages. En juillet, certains établissements de crédit belges prévoyaient un assouplissement de leur politique de prêt aux entreprises au troisième trimestre 2003.

S’agissant de la demande de crédit dans la zone euro, les banques ont observé un recul de la demande des sociétés non financières pendant les trois trimestres écoulés, une progression de la demande de prêts hypothécaires et un statu quo de la demande d’autres crédits par les ménages. Elles entrevoyaient en juillet une stabilisation de la demande des différentes catégories de crédits au troisième trimestre 2003. En Belgique, les établissements de crédit ont enregistré des évolutions similaires pour les deux principales catégories de crédits. La hausse de la demande de crédits au logement a été particulièrement prononcée durant le deuxième trimestre 2003, à la suite de la faiblesse prolongée des taux d’intérêt. En juillet, certaines banques belges anticipaient une reprise de la demande de crédit des sociétés au troisième trimestre 2003.

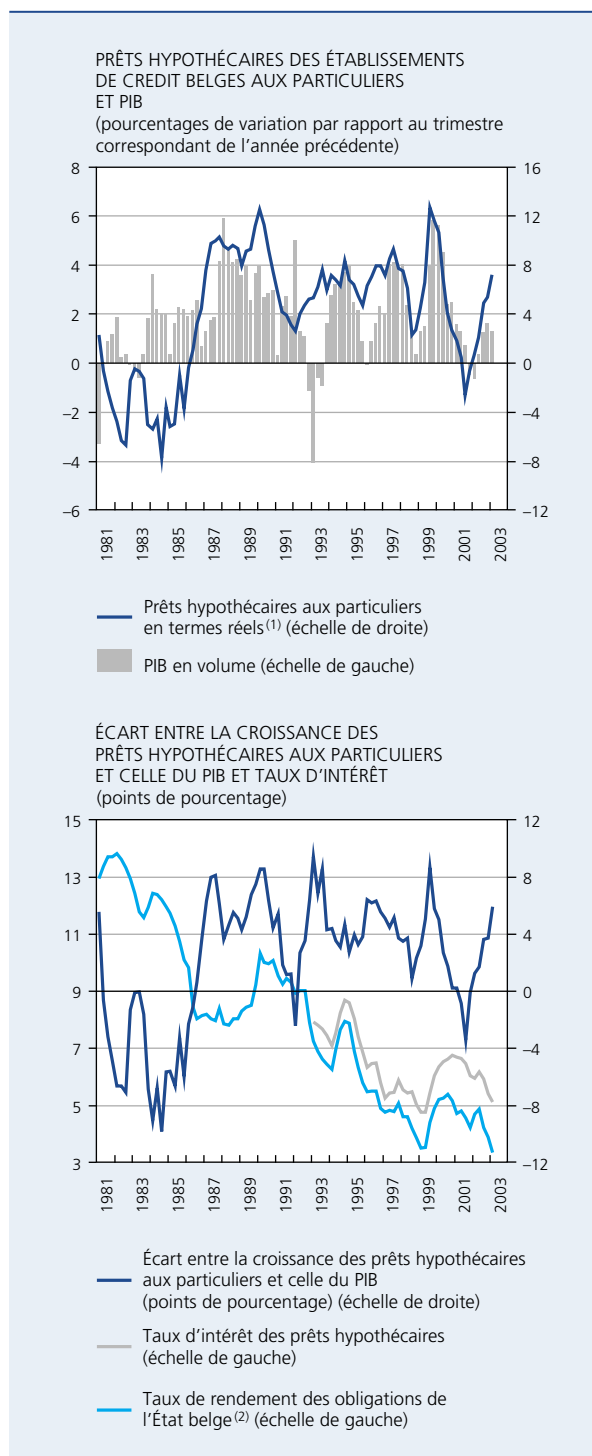




PRINCIPAUX RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSYSTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, DANS LA ZONE EURO ET EN BELGIQUE



(1) Solde des pourcentages de réponses indiquant un assouplissement sensible (x 1), un assouplissement léger (x 0,5), un durcissement léger (x -0,5) et un durcissement sensible (x -1).  
 (2) Solde des pourcentages de réponses indiquant un accroissement sensible (x 1), un accroissement léger (x 0,5), un affaiblissement léger (x -0,5) et un affaiblissement sensible (x -1).

**GRAPHIQUE 8 PRÊTS HYPOTHÉCAIRES AUX PARTICULIERS, PIB ET TAUX D'INTÉRÊT**

Source : BNB.

(1) Crédits accordés par les établissements de crédit belges. Données de fin de trimestre, corrigées pour éliminer l'incidence des réévaluations et reclassifications et divisées par le déflateur du PIB.

(2) Emprunts à six ans et plus jusqu'à la fin de 1992, OLO à cinq ans ensuite.

fin de 2000 a contribué à freiner la demande de crédit. Enfin, la diminution des droits d'enregistrement en Flandre, mesure annoncée à la mi-2001 et appliquée à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2002, a incité les ménages à différer la conclusion d'emprunts hypothécaires. Ensuite, le repli des taux d'intérêt a contribué à une reprise dès le début de 2002 et la chute des marchés boursiers a sans doute accru l'attrait de l'immobilier.

Les établissements de crédit belges ont durci les conditions de crédit de la mi-2000 jusqu'à la fin de 2001 : l'écart de taux d'intérêt entre les prêts hypothécaires et les OLO à cinq ans a enregistré une augmentation de plus de 80 points de base au cours de cette période pour atteindre plus de 200 points de base en octobre 2001, soit le niveau le plus élevé depuis que les chiffres sont disponibles. Comme dans le cas de certains crédits aux sociétés, ce relèvement des marges pourrait avoir résulté d'un alignement sur les conditions en vigueur dans les pays voisins et de la nécessité de compenser l'érosion conjoncturelle de la rentabilité, et avoir été facilité par la concentration des prêteurs<sup>(1)</sup>.

Selon l'enquête de l'Eurosystème, ce relèvement des marges a été, entre le dernier trimestre 2002 et le deuxième trimestre 2003, le principal facteur expliquant la diminution du nombre de banques belges faisant état d'un assouplissement de leurs critères d'octroi de prêts hypothécaires aux ménages. En juillet, les établissements de crédit prévoyaient de maintenir ces critères inchangés au troisième trimestre 2003, tout en anticipant un léger recul de la demande de la part des ménages.

Les autres crédits bancaires aux particuliers comprennent les crédits à la consommation et d'autres prêts, en particulier aux indépendants. Contrairement au cas des prêts hypothécaires, la part des établissements de crédit dans l'octroi de crédits à la consommation a eu tendance à décliner au cours des dernières années. À cet égard, la mise en service, le 1<sup>er</sup> juin 2003, de la centrale des crédits aux particuliers dite « positive », c'est-à-dire qui enregistre non seulement les défauts de paiement mais aussi les prêts qui présentent un déroulement normal, permettra de compléter l'information statistique disponible sur les crédits à la consommation, qui feront l'objet d'un article ultérieur.

(1) Appliqué aux prêts hypothécaires octroyés par les établissements de crédit belges aux particuliers, l'indice d'Herfindahl, (cf. note 1, p. 27), est passé de 969 à la fin de 1995 à 1.556 à la fin de 2000 et 1.613 à la fin de 2002.

## Conclusion

Dans une période de conjoncture hésitante et un contexte financier marqué par de grandes incertitudes, tant la demande que l'offre de crédits tendent à se réduire. Le ralentissement de la croissance et la contraction récente de l'encours des crédits octroyés aux sociétés par les banques belges s'expliquent vraisemblablement surtout par un recul de la demande, particulièrement sensible dans le cas des grandes sociétés. Les banques ont cependant aussi adopté une attitude plus prudente et ont durci les conditions d'octroi de crédit, en particulier à l'égard des débiteurs présentant un risque jugé supérieur. Les prêts aux particuliers paraissent avoir été moins affectés et leur croissance a été plus soutenue depuis la fin de 2001.

## Références

Banque centrale européenne (2003), « Une enquête sur la distribution du crédit dans la zone euro », *Bulletin mensuel* (avril), pp. 65-75.

Banque nationale de Belgique (2002), *Rapport Annuel, Tome 1 : Évolution économique et financière*.

Banque nationale de Belgique (2003), *Financial Stability Review*.

Bernanke B. S., Lown, C. S. (1991), « The Credit Crunch », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, pp. 205-47.

Calza A., Gartner C., Sousa J. (2001), « Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area », Working Paper n° 55, European Central Bank.

Deutsche Bundesbank (2002), « The Development of Bank Lending to the Private Sector », *Monthly Report* (février), pp. 31-46.

Duca J. V. (1999), « What Credit Market Indicators Tell Us », *Economic and Financial Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, n° 3, pp. 2-13.

Masschelein N. (2003), « The Basel II Capital Accord, SME Loans and Implications for Belgium », *Financial Stability Review*, National Bank of Belgium, pp. 151-72.

Tallman E. W., Bharucha N. (2000), « Credit Crunch or What? Australian Banks during the 1986-93 Credit Cycle », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, n° 3, pp. 13-33.

# L'inflation en Belgique et dans la zone euro : perspectives pour 2003 et 2004

Le présent article analyse l'évolution récente de l'inflation en Belgique et dans la zone euro, ainsi que les perspectives pour 2003 et 2004. Ces prévisions d'inflation font partie des projections macroéconomiques qu'a publiées la BCE dans son Bulletin mensuel du mois de juin. L'ampleur du ralentissement attendu de l'inflation ainsi que le faible niveau que pourrait atteindre l'inflation en 2004 sont examinés dans une perspective plus large, en indiquant la nature des facteurs à l'origine du repli attendu. Cet article évoque en outre les risques associés aux projections d'inflation de l'Eurosystème et examine les facteurs qui sont à l'origine de l'écart d'inflation négatif important de la Belgique vis-à-vis de la zone euro.

Lors de l'établissement de ces projections, les informations macroéconomiques disponibles au 22 mai 2003 ont été utilisées. En d'autres termes, les données disponibles pour l'inflation portaient sur la période allant jusqu'au mois d'avril 2003, tandis que les projections commencent au mois de mai 2003.

En outre, les projections se fondent sur un ensemble d'hypothèses. Plus particulièrement, elles partent du principe que le taux d'intérêt à court terme et le cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis demeurent inchangés aux niveaux atteints à la mi-mai, soit 2,4 pour cent pour le taux d'intérêt à trois mois et 1,16 dollar pour un euro. En conformité avec les prix implicites que reflétaient les contrats à terme à la mi-mai, le prix du baril de pétrole brut de type Brent devrait baisser très progressivement par rapport au niveau enregistré en avril 2003, à savoir environ 25 dollars le baril, pour revenir à 23 dollars le baril au cours du quatrième trimestre de l'année 2004. Par ailleurs, en ce qui concerne la situation économique de la zone euro, une reprise progressive est attendue à partir du second semestre de 2003,

sous l'impulsion de la demande extérieure et, ensuite, de la consommation et des investissements.

En ce qui concerne ces hypothèses, il convient de faire observer que le Conseil des gouverneurs de la BCE a entre-temps décidé, le 5 juin, de réduire les taux directeurs de 50 points de base. À la clôture de cet article, l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis était en outre moins prononcée que prévu au moment où les projections ont été établies, tandis que le cours du pétrole brut était supérieur aux hypothèses. Enfin, les projections belges ne tiennent pas compte de l'incidence éventuelle du réaménagement des impôts indirects annoncé par le nouveau gouvernement lors de son entrée en fonctions.

Ces différences par rapport aux hypothèses retenues peuvent influencer substantiellement les résultats. Ainsi, les projections, qui seront commentées ci-dessous, indiquent que, en Belgique, l'inflation reculerait pour passer de 1,6 p.c. en 2002 à 1,2 p.c. en 2003 et à 0,8 p.c. en 2004. En revanche, le recul sera probablement bien moindre – l'inflation revenant à environ 1,5 p.c. en 2003 et à 1,2 p.c. en 2004 – si l'on tient compte des ajustements annoncés par le nouveau gouvernement belge en matière de fiscalité indirecte et si l'on suppose que le cours de change de l'euro et le prix du baril de pétrole brut à terme se maintiendront aux niveaux atteints lors de la clôture de cet article, à savoir environ 1,13 dollar pour 1 euro et un baril de pétrole brut cotant environ 30 dollars en août 2003 pour revenir à 25 dollars en décembre 2004.

**TABLEAU 1** PRIX À LA CONSOMMATION DANS LA ZONE EURO

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

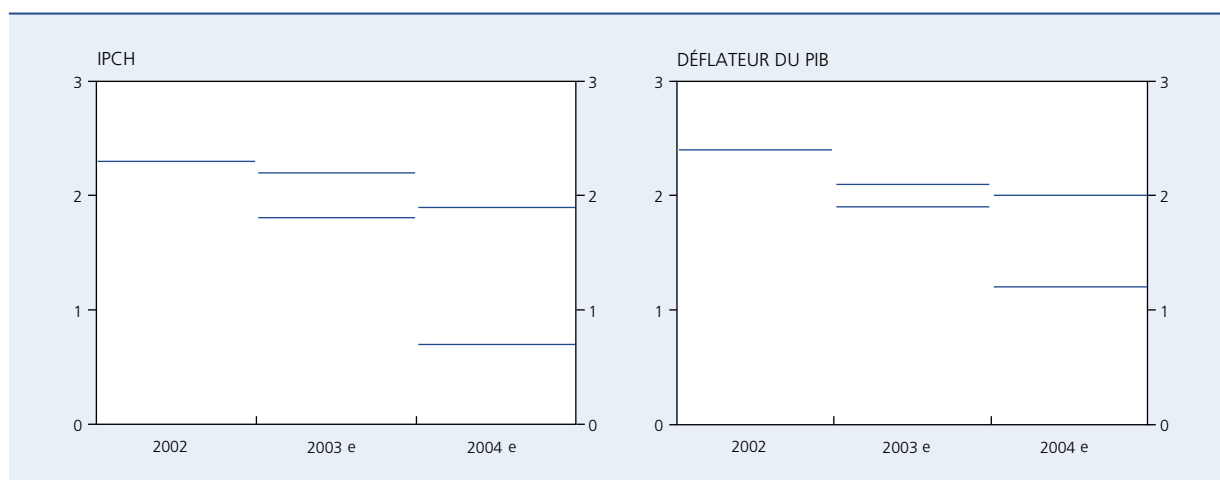
	Date de publication	2002	2003 e	2004 e
Eurosystème	Juin 2003	2,3	1,8 – 2,2	0,7 – 1,9
	Décembre 2002	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
Commission européenne	Avril 2003	2,3	2,1	1,7
FMI	Avril 2003	2,3	2,0	1,5
OCDE	Avril 2003	2,4	2,0	1,6
Consensus économique	Juin 2003	2,3	1,9	1,5
Sondage <i>The Economist</i>	Juin 2003	2,3	1,9	1,5

Sources : BCE, CE, FMI, OCDE, The Economist, Consensus économique.

## 1. Projections pour la zone euro

Après avoir atteint 2,4 p.c. en février et en mars 2003, l'inflation a reculé pour s'établir à 2,1 p.c. en avril et à 1,9 p.c. en mai. Pour le reste de l'année 2003, on s'attend à ce qu'elle continue à fluctuer autour de ce niveau, sous réserve des hypothèses commentées dans l'introduction. Cette nuance n'est pas négligeable. En effet, entre mai et juillet, le prix du pétrole brut est passé d'environ 25 dollars à environ 28 dollars le baril, alors que les projections se fondaient sur un recul modeste mais continu. Ce renchérissement du pétrole brut a été à l'origine de la faible accélération

de l'inflation, qui a atteint 2 p.c. en juin 2003. En juillet, elle était revenue à 1,9 p.c. Compte tenu de l'incertitude qui plane tant sur les hypothèses de départ que sur les modèles de projection, l'inflation devrait atteindre de 1,8 à 2,2 p.c. pour l'ensemble de l'année 2003, contre 2,3 p.c. en 2002. Pour 2004, une poursuite significative de ce ralentissement est prévue. Ce recul s'explique surtout par la diminution des prix à l'importation qui découle à la fois de l'évolution attendue des prix pétroliers et de l'appréciation de l'euro, ainsi que par une plus faible pression d'origine intérieure sur les prix dans un climat de légère reprise. L'inflation devrait être comprise entre 0,7 et 1,9 p.c. en 2004.

**GRAPHIQUE 1** MESURES DE L'INFLATION DANS LA ZONE EURO(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)<sup>(1)</sup>

Sources : BCE, CE.

(1) Pour 2003 et 2004, la limite inférieure et la limite supérieure des fourchettes sont représentées.

Le recul de l'inflation serait donc plus marqué que prévu lors du précédent exercice de projections, qui remonte à décembre 2002. Il apparaît également que les prévisions d'inflation pour 2004 réalisées par d'autres institutions se situent généralement dans la moitié supérieure de la fourchette de l'Eurosystème. Dans certains cas, cela s'explique par des hypothèses différentes, la projection de l'Eurosystème se fondant en effet sur un niveau des prix du pétrole plus bas, une appréciation plus marquée de l'euro et des perspectives de croissance moins favorables. L'Eurosystème et le Conseil des gouverneurs ont en outre estimé qu'à politique de taux d'intérêt inchangée, les risques à la baisse étaient plus importants que les risques à la hausse.

Les principaux risques à la baisse qui pèsent sur la croissance, et, par ce biais, sur l'inflation également, proviendraient d'une correction brutale du déficit de la balance courante des États-Unis, éventuellement combinée à une poursuite de l'appréciation de l'euro, ou encore de la possibilité que la restructuration des bilans des entreprises de la zone euro ne soit pas achevée. Dans le cas où l'euro s'apprécierait, l'inflation subirait en outre plus directement une influence à la baisse étant donné la diminution plus marquée du coût des importations. Il n'est donc pas improbable qu'en 2004 l'inflation se situe dans la partie inférieure de la fourchette retenue. Il convient toutefois de formuler deux remarques importantes à cet égard.

Premièrement, il importe de souligner que tant le ralentissement prévu de l'inflation que le risque potentiel à la baisse, comme le montre la taille de l'intervalle des projections, s'expliquent principalement par l'évolution des coûts d'origine extérieure. L'intervalle attendu en 2004 pour le rythme de croissance du déflateur du PIB, qui reflète l'évolution des coûts intérieurs, diminue moins et s'élargit moins que celui de l'inflation mesurée par l'IPCH. Le rythme de croissance du déflateur du PIB se situerait, en 2003, entre 1,9 et 2,1 p.c. et, en 2004, entre 1,2 et 2 p.c., contre 2,4 p.c. en 2002. Ce recul s'expliquerait essentiellement par une reprise cyclique de la productivité, alors que, en 2003 et en 2004, les augmentations salariales nominales par travailleur se maintiendraient pratiquement au niveau enregistré en 2002. Le ralentissement de l'évolution des coûts salariaux par unité produite qui en découle se manifesterait surtout dans l'évolution des prix. Les marges bénéficiaires devraient néanmoins s'élargir légèrement en 2004. Par ailleurs, en 2004 les impôts indirects augmenteront probablement moins qu'en 2002 et en 2003, ce qui contribuera au ralentissement du rythme de croissance du déflateur du PIB.

Dans la mesure où le ralentissement de l'inflation est imputable à la diminution de la contribution des impôts indirects et à la réduction des prix à l'importation, cela améliore le pouvoir d'achat, et peut-être aussi les marges bénéficiaires dans la zone euro. Par conséquent, ce ralentissement de l'inflation stimule la demande intérieure et n'enclenche pas de spirale déflationniste (voir également l'encadré). Il en va ainsi certainement pour le recul substantiel de l'inflation qui découle de la diminution des prix pétroliers, à la suite, entre autres, d'un effet de base négatif important au début de l'année 2004. L'incidence de l'appréciation de l'euro est moins univoque, compte tenu du fait que celle-ci exerce également une pression sur la demande de biens et services produits dans la zone euro. L'effet à la baisse de cette évolution sur l'activité et, par ce biais, sur l'évolution des prix d'origine intérieure, devrait toutefois rester limité, étant donné l'évolution attendue du déflateur du PIB. Ni l'inflation mesurée par l'IPCH, ni le rythme de croissance du déflateur du PIB ne retomberaient à un niveau inférieur à celui qui a été enregistré entre 1997 et 1999.

Deuxièmement, la décision prise par le Conseil des gouverneurs en matière de taux d'intérêt, le 5 juin dernier, a précisément été motivée par l'amélioration claire des perspectives relatives à la stabilité des prix à moyen terme ainsi que par l'existence d'un risque à la baisse pour la croissance économique. Toutes choses étant égales par ailleurs, on peut présumer qu'étant donné cette diminution des taux d'intérêt, les risques sont devenus plus équilibrés. Entre-temps, la politique monétaire des États-Unis a aussi été assouplie.

## 2. Projections d'inflation détaillées pour la Belgique

### 2.1 Les produits énergétiques

À partir de décembre 2002, les perturbations de la production pétrolière au Venezuela, dues à une grève nationale, ainsi que la montée des tensions en Irak ont fait grimper le prix du pétrole brut libellé en dollar. L'effet de cette hausse de prix a toutefois été quelque peu tempéré par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. Dès qu'il est apparu, fin mars, que la guerre serait de courte durée, le prix du pétrole brut s'est mis à baisser, pour revenir à environ 25 dollars le baril en avril, soit à peu près le même prix qu'un an auparavant. Libellé en euro, le prix du pétrole brut se situait toutefois à un niveau inférieur de plus de 20 p.c. à celui d'avril 2002. Alors que le rythme de hausse des prix des produits énergétiques a atteint 6,2 p.c. en

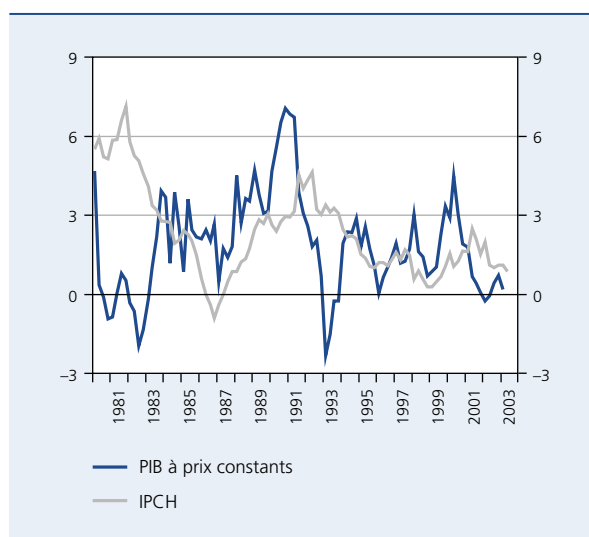
## Encadré – Qu’est-ce que la déflation ?

On définit habituellement la déflation comme une diminution persistante du niveau général des prix, qui entretient aussi des attentes de baisses de prix pour l’avenir et grève lourdement l’activité économique.

Cette définition ne recouvre dès lors pas une diminution des prix limitée à certains produits. En effet, il est tout à fait possible que les prix de certains biens, comme les ordinateurs par exemple, diminuent parce qu’ils dépendent fortement des innovations technologiques. En soi la situation n’est nullement alarmante, de même que de fortes augmentations des prix ne doivent pas susciter d’inquiétudes pour la politique monétaire tant qu’elles se limitent à certains biens ou services, à la suite d’une demande plus élevée par exemple. Dans une économie de marché, ce type d’adaptation des prix relatifs permet en effet une allocation efficace des ressources.

**GRAPHIQUE 2** CROISSANCE ET INFLATION EN ALLEMAGNE

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l’année précédente)



Source : BCE.

Si certains prix sont plus rigides que d’autres – c’est-à-dire qu’ils s’adaptent plus lentement aux déterminants économiques sous-jacents – le processus d’adaptation des prix relatifs décrit plus haut peut avoir une incidence sur le niveau général des prix et, le cas échéant, provoquer une diminution de celui-ci. Cette situation peut par exemple se présenter en cas de baisse du prix des matières premières, comme le pétrole brut, ou encore lorsque la déréglementation dans certains segments du marché des produits mène à une diminution de certains prix. La probabilité que ce type de baisse des prix suscite une déflation plus générale et durable est plutôt faible car la diminution des prix soutient le pouvoir d’achat et la demande dans l’économie. C’est ainsi que le contrechoc pétrolier de 1986 a donné lieu à une baisse des prix en Allemagne au cours de la période de 1986 à 1987. Ce phénomène n’a toutefois été que passager, et la croissance économique est restée proche de son potentiel. À l’époque, on a également enregistré, durant une brève période, une baisse des prix aux Pays-Bas.



Par contre, on estime que le risque de dynamique néfaste de déflation est plus grand en cas de choc négatif et de grande ampleur du côté de la demande. Il n'est alors pas exclu qu'une série de mécanismes se renforçant réciproquement et dont l'origine réside dans l'une ou l'autre forme de rigidité nominale à la baisse entrent en action. C'est ainsi que la déflation alourdit la charge que représentent des emprunts qui sont contractés généralement en termes nominaux. Le risque de défaillance des débiteurs en est accru, et peut dès lors mettre en difficulté les établissements de crédit, qui pourraient devenir plus stricts dans leur octroi de crédit. Étant donné que le taux nominal ne peut être négatif, la possibilité de stimuler l'économie par le biais d'une diminution du taux réel n'est en outre pas illimitée. Lorsque le taux nominal tombe à zéro, le taux réel augmente en fonction du taux de déflation, ce qui incite à différer les dépenses liées à la consommation et aux investissements. Enfin, en cas de rigidité à la baisse des salaires nominaux, la baisse des prix entraîne une augmentation des salaires réels. Cette dernière peut favoriser une stabilisation en cas de diminution temporaire de la demande, mais elle provoque aussi une augmentation du chômage, surtout si la hausse des salaires réels persiste. Ces asymétries expliquent pourquoi la déflation génère davantage de coûts que l'inflation.

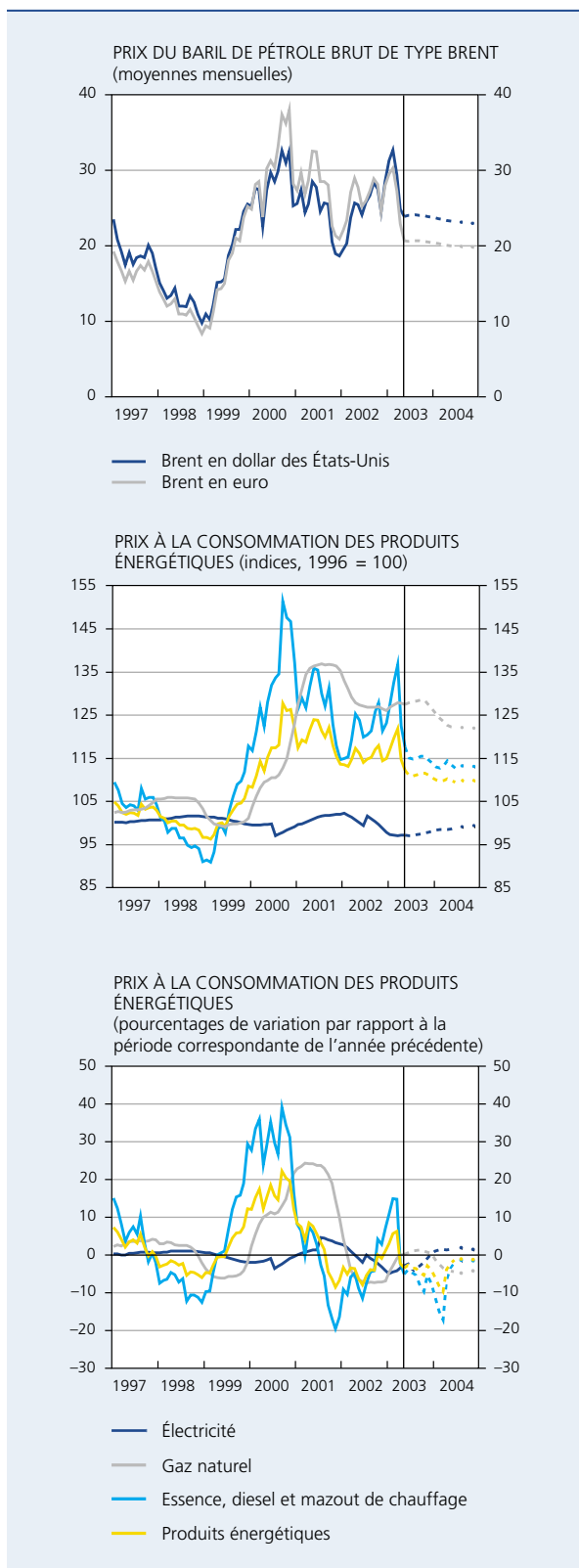
Dans une union monétaire, il convient de distinguer la situation de l'union dans son ensemble et celle des différents États membres. Un choc négatif du côté de la demande qui ne touche qu'un seul ou plusieurs États membres entraîne un assouplissement de la politique monétaire pour autant que ce choc affecte les perspectives en matière d'inflation et de croissance de l'union dans son ensemble. Quoi qu'il advienne, à taux nominal égal, le taux réel sera plus élevé dans les pays où, à la suite du choc négatif de la demande, le taux d'inflation est plus bas que dans l'union. Pour les pays en question, cette incidence sur le taux réel peut être déstabilisatrice, mais elle est compensée par l'amélioration de leur compétitivité. Après quelque temps, une partie de la demande se déplacera par conséquent vers les pays qui, initialement, ont été touchés par un choc négatif, si bien que l'asymétrie se réduira au sein de l'union monétaire. Une telle adaptation des prix relatifs entre les États membres d'une union monétaire est en effet plus aisée lorsqu'elle-même ne donne pas lieu à un repli général des prix dans les pays qui sont frappés par un choc négatif de la demande.

Dans la pratique, la surestimation de l'inflation mesurée complique la détection de la déflation. Il ne faut néanmoins pas oublier que, ces dernières années, ce biais de mesure (à la hausse) a probablement été réduit grâce à l'application de nouvelles méthodes statistiques. C'est ainsi que la Bundesbank a récemment estimé que le biais de l'IPCH allemand était désormais inférieur à 0,5 point de pourcentage, contre 0,75 point de pourcentage lors d'une estimation antérieure, notamment grâce à l'amélioration de la prise en compte des changements de qualité des ordinateurs personnels<sup>(1)</sup>. En Belgique, la méthode utilisée pour prendre en compte les changements de qualité des ordinateurs personnels a également été revue au cours de l'année 2002, si bien que les diminutions des prix mesurées sont significativement plus élevées qu'auparavant. C'est l'une des raisons pour lesquelles, en Belgique, l'inflation mesurée par l'IPCH est pour l'instant légèrement inférieure à l'inflation mesurée par l'IPC national, qui n'inclut pas les ordinateurs personnels.

Le 8 mai dernier, à l'occasion de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a insisté sur le fait que la déflation n'était pas compatible avec la stabilité des prix. En effet, le Conseil des gouverneurs a décidé que, dans le cadre de la poursuite de l'objectif de la stabilité des prix, il visera à maintenir les taux d'inflation à des niveaux inférieurs à 2 p.c., mais « proches » de 2 p.c. à moyen terme. À cet égard, le Conseil a été explicite : « Cette clarification (de la politique) souligne l'engagement de la BCE à ménager une marge de sécurité suffisante pour se prémunir contre les risques de déflation. Elle entend également répondre à la question de l'existence potentielle d'un biais de mesure de l'IPCH et aux implications des écarts d'inflation au sein de la zone euro. »

(1) Deutsche Bundesbank (2002), *Changes in the official consumer price statistics and their implication for the « measurement bias » in the inflation rate*, Monthly Report, August, pp. 38-39.

**GRAPHIQUE 3** PRIX DU PÉTROLE BRUT ET PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES <sup>(1)</sup>



Sources : CE, BNB.

(1) Réalisations jusqu'en avril 2003 inclus, projections à partir de mai 2003 (par mois jusqu'en juin 2004 inclus et par trimestre ensuite). Les réalisations, pour l'IPCH, de mai, juin et juillet 2003, devenues disponibles entre-temps, sont indiquées au tableau 2.

mars 2003, une baisse de prix de 2,2 p.c. a été enregistrée en avril.

Pour les prix de l'essence, du diesel et du mazout de chauffage, il a été projeté, conformément aux hypothèses précitées pour le prix du Brent en euro, qu'après leur fort recul en avril, ils continuent encore à fléchir légèrement jusqu'à la fin de 2004. Après des variations à un an d'écart négatives plutôt limitées en 2003 dans son ensemble, des pourcentages de variation fortement négatifs seraient enregistrés au début de 2004, notamment à la suite d'un fort effet de base négatif dû aux importantes hausses de prix du début de cette année.

Une baisse du prix à la consommation du gaz ne peut être attendue que pour la fin de 2003 ou le début de 2004, étant donné que ce prix ne suit le prix du pétrole qu'avec un certain décalage. Cette réaction à retardement à l'évolution du prix du pétrole se manifeste également dans l'évolution des variations annuelles du prix à la consommation du gaz. Ainsi, celles-ci étaient, jusqu'il y a peu, négatives, mais elles deviendraient légèrement positives pour le reste de 2003. En revanche, des variations annuelles négatives marquées seraient enregistrées en 2004.

L'évolution du prix de l'électricité, dans la production de laquelle la part des matières premières liées au pétrole est beaucoup plus faible, reflète plutôt les réductions tarifaires auxquelles le Comité de contrôle de l'électricité et du gaz (CCEG), qui était compétent en matière de fixation des prix sur la partie non libéralisée des marchés de ces produits, avait décidé de procéder en décembre 2001 afin d'harmoniser les tarifs du gaz et de l'électricité sur ceux des pays voisins. Ces réductions tarifaires sont surtout significatives pour l'électricité. Le prix de l'électricité enregistré dans l'IPCH a dès lors diminué progressivement dans le courant de 2002, de sorte que des variations annuelles négatives assez fortes ont été enregistrées pour cette composante énergétique au début de 2003. En supposant que la structure des tarifs ne se modifiera plus, le prix de l'électricité augmentera légèrement à l'avenir, conformément à l'évolution d'un certain nombre d'indicateurs de coûts, tels que les coûts salariaux, par exemple.

Compte tenu de tous ces éléments qui, rappelons-le, n'incluent pas les modifications d'impôts indirects annoncées par le nouveau gouvernement, des baisses de prix de 1,5 et 3,3 p.c., respectivement, sont prévues pour l'ensemble des produits énergétiques en 2003 et 2004. Par conséquent, c'est principalement en 2004 que ces produits contribueraient fortement au faible taux d'inflation attendu.

La baisse de prix des produits énergétiques, observée en mai 2003, a été un peu plus forte que prévu dans les projections, tandis que celles de juin et juillet 2003 ont été moins prononcées qu'attendu. Le cours du pétrole brut était, ces mois-là, en effet plus élevé que l'hypothèse retenue lors de l'établissement des projections.

## 2.2 Les produits alimentaires non transformés

Depuis le milieu de 2002, les prix corrigés des variations saisonnières des produits alimentaires non transformés ont progressé à un rythme modéré, compte tenu de la neutralité des conditions de l'offre en vigueur depuis lors. Auparavant, ils avaient fortement augmenté à la suite de la crise dans le secteur de la viande, en 2001, et de mauvaises conditions météorologiques, notamment au début de 2002. Les projections ont également été fondées sur l'hypothèse de conditions d'offre neutres, qui donneraient lieu à une hausse constante, mais modérée, des prix des produits alimentaires non transformés.

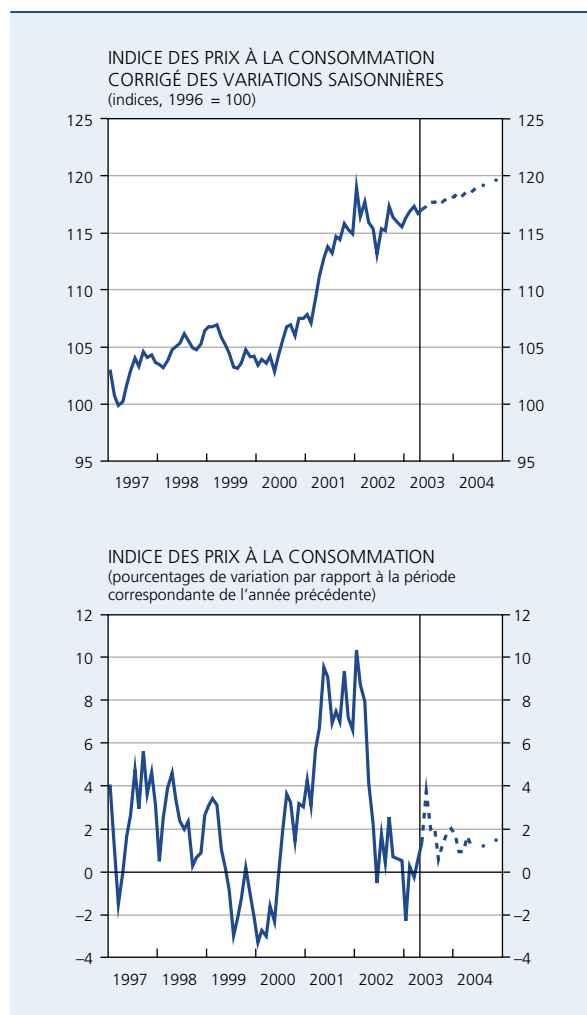
Les variations à un an d'écart des prix des produits alimentaires non transformés présentent toutefois un profil assez erratique. Ainsi, la variation à un an d'écart a été très négative en janvier 2003 en raison d'un effet de base dû à la hausse importante, mais temporaire, des prix des légumes un an plus tôt, à la suite des mauvaises conditions climatiques qui sévissaient à ce moment. Au total, la hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'établirait à 1,1 p.c. en 2003 et à 1,3 p.c. en 2004, contre 3,2 p.c. en 2002.

Tant en mai qu'en juin 2003, l'évolution des prix réellement observée des produits alimentaires non transformés a été légèrement inférieure aux projections, ce qui est attribuable à des conditions météorologiques favorables. Cela n'a plus été le cas en juillet.

## 2.3 La tendance sous-jacente de l'inflation

La tendance sous-jacente de l'inflation, qui est obtenue en déduisant de l'inflation totale l'évolution des prix des composantes volatiles que sont les produits énergétiques et les produits alimentaires non transformés, a fortement diminué entre février et octobre 2002. Elle s'est ensuite stabilisée à environ 1,4 p.c. jusqu'en mars 2003, puis est passée à 2 p.c. en avril. Ces mouvements s'expliquent en grande partie par la suppression, en 2002, de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles. Étant donné qu'une moitié des ménages payait la redevance en avril et l'autre moitié en octobre, la suppression en question a été imputée respectivement en avril et en octobre 2002. Il va

**GRAPHIQUE 4** PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ALIMENTAIRES NON TRANSFORMÉS<sup>(1)</sup>



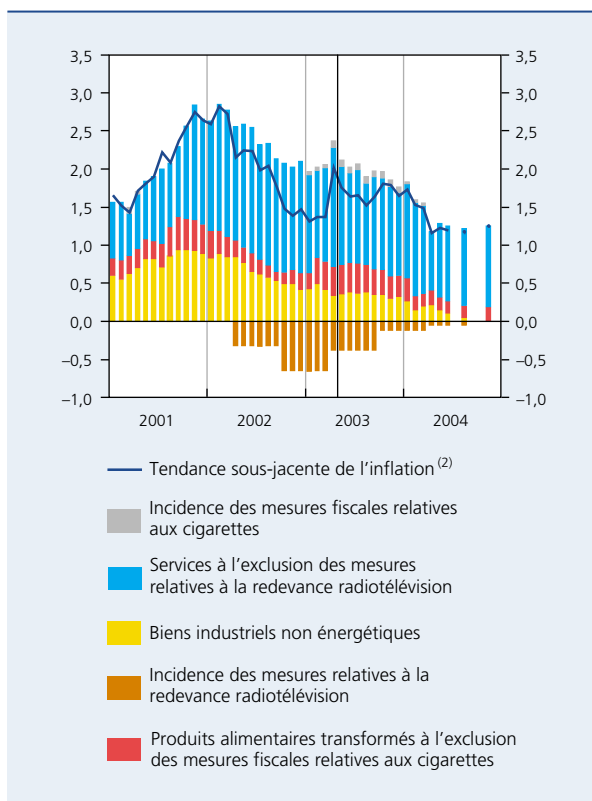
Sources : CE, BNB.

(1) Réalisations pour l'IPCH jusqu'en avril 2003 inclus, projections à partir de mai 2003 (par mois jusqu'en juin 2004 inclus et par trimestre ensuite). Les réalisations de mai, juin et juillet 2003, devenues disponibles entre-temps, sont indiquées au tableau 2.

de soi que la première moitié de cette imputation a disparu des variations annuelles en avril 2003. L'effet de hausse qui en découle sur l'inflation n'a été compensé qu'en partie par la réduction, en 2003, de la redevance radiotélévision en Wallonie, qui a été imputée de manière analogue. En octobre 2003, l'incidence complète de la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles aura disparu des statistiques d'inflation et la seconde moitié de la réduction de cette redevance en Wallonie sera imputée. Ensuite, la première moitié de cette réduction disparaîtra des variations annuelles en avril 2004. À partir d'octobre 2004, cette mesure n'influencera donc plus l'inflation.

## GRAPHIQUE 5 TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

(contributions des différentes composantes en points de pourcentage, sauf mentions contraires)<sup>(1)</sup>



Sources : CE, BNB.

(1) Réalisations pour l'IPCH jusqu'en avril 2003 inclus, projections à partir de mai 2003 (par mois jusqu'en juin 2004 inclus et par trimestre ensuite). Les réalisations de mai, juin et juillet 2003, devenues disponibles entre-temps, sont indiquées au tableau 2.

(2) Pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Même en faisant abstraction des mesures relatives à la redevance radiotélévision, la tendance sous-jacente de l'inflation a régressé entre février et octobre 2002. Ce mouvement s'est toutefois arrêté ensuite. Le ralentissement de l'inflation encore en cours dans les services et les biens industriels non énergétiques a alors été compensé largement par l'augmentation des prix des produits alimentaires transformés. D'une part, cette augmentation est imputable aux hausses de prix des produits du tabac décidées à la suite du contrôle budgétaire et mises en œuvre en janvier et avril 2003. D'autre part, il semble que les prix d'un grand nombre de produits alimentaires aient entamé un mouvement de rattrapage, après n'avoir pour ainsi dire pas augmenté entre la mi-2001 et la mi-2002. En avril 2003, de fortes hausses de prix ont en outre été enregistrées pour les voyages organisés. Les projections ont été fondées sur l'hypothèse que ces facteurs n'auront qu'un effet temporaire et que, par conséquent, la tendance sous-jacente de l'inflation – corrigée pour tenir compte de l'incidence des mesures relatives à la redevance radiotélévision – ralentirait de nouveau à la fin de 2003 et au

début de 2004. Ce recul résulte de l'appréciation de l'euro, de la conjoncture encore hésitante et du ralentissement de l'évolution des coûts salariaux.

Le ralentissement de la tendance sous-jacente de l'inflation serait le plus marqué pour les produits alimentaires transformés et les biens industriels non énergétiques. C'est principalement pour ces derniers que l'incidence de l'appréciation de l'euro serait importante. Les biens industriels non énergétiques constituent en effet la composante de l'inflation sous-jacente pour laquelle le poids des importations est le plus élevé dans la structure des coûts. Le ralentissement de la hausse des prix des services, qui est moins prononcé, est lié principalement à l'évolution des coûts salariaux, qui serait modeste, principalement en 2003. Dans l'accord interprofessionnel conclu en décembre 2002, les partenaires sociaux ont en effet fixé une norme salariale indicative de 5,4 p.c. pour 2003 et 2004, soit moins que les augmentations salariales enregistrées pour 2001 et 2002. Compte tenu de l'incertitude qui pesait sur le climat conjoncturel et l'environnement international à la fin de 2002, les partenaires sociaux ont en outre convenu pour l'année 2003 de fournir un effort particulier en matière de modération salariale et, dans la mesure du possible, de reporter à 2004 les augmentations réelles de salaires.

La tendance sous-jacente de l'inflation reviendrait ainsi de 2,1 p.c. en 2002 à 1,6 p.c. en 2003 et 1,3 p.c. en 2004. Cependant, la tendance sous-jacente de l'inflation resterait donc plus élevée qu'au cours de la période 1997-2000. Contrairement à l'évolution des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques, les réalisations de mai, juin et juillet 2003 pour la tendance sous-jacente de l'inflation ont été, avec des taux de 1,7 p.c. dans les trois cas, conformes aux projections.

### 2.4 Synthèse

Compte tenu de l'ensemble des facteurs précités ainsi que des hypothèses présentées dans l'introduction, l'inflation en Belgique oscillerait autour de 1 p.c. durant le reste de l'année 2003 et en 2004, à l'exception des premiers mois de 2004 au cours desquels, à la suite d'un fort effet de base négatif pour les produits énergétiques, elle pourrait descendre au-dessous de 0,5 p.c. Pour l'année 2003 dans son ensemble, l'inflation s'établirait à 1,2 p.c. et en 2004, à 0,8 p.c. Ainsi, en 2003 et 2004, l'inflation serait selon toute vraisemblance moins élevée en Belgique que dans la zone euro. Cela avait déjà été le cas en 2002. Les facteurs à l'origine de cet écart d'inflation négatif sont commentés ci-après.

**TABLEAU 2** INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE

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

	Total							p.m. Indice-santé <sup>(3)</sup>
		Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés <sup>(1)</sup>	Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(2)</sup>	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
1997	1,5	3,1	2,7	1,1	2,3	0,1	1,7	1,3
1998	0,9	-3,6	2,2	1,4	1,4	0,7	2,1	1,3
1999	1,1	2,0	0,0	1,1	0,6	0,8	1,8	0,9
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003 e	1,2	-1,5	1,1	1,6	n.	n.	n.	1,3
2004 e	0,8	-3,3	1,3	1,3	n.	n.	n.	1,1
2003								
Janvier	1,2	3,1	-2,3	1,3	1,7	1,1	1,3	0,9
Février	1,6	5,7	0,3	1,4	2,8	1,2	1,1	1,3
Mars	1,7	6,2	-0,3	1,4	2,9	1,0	1,2	1,4
Avril	1,4	-2,2	0,6	2,0	3,2	0,8	2,6	1,5
Mai	0,9	-4,2	-0,7	1,7	3,3	0,9	2,0	1,1
Juin	1,5	-1,6	2,7	1,7	3,3	0,9	2,0	1,6
Juillet	1,4	-1,9	2,3	1,7	3,2	1,0	1,8	1,5
Sept premiers mois	1,4	0,7	0,4	1,6	2,9	1,0	1,7	1,3

Sources : CE; SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie; BNB.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

(2) IPCH hors prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

(3) Indice national des prix à la consommation hors prix des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

### 3. Explication de l'écart d'inflation négatif de la Belgique par rapport à la zone euro pour la période 2002-2004

Alors que dans le courant de 2001 et au début de 2002, l'évolution de l'inflation en Belgique et dans la zone euro était encore comparable, un net écart est apparu en avril 2002, qui selon les projections devrait se maintenir en 2003 et 2004. La majeure partie de cet écart d'inflation peut s'expliquer par les mesures relatives à la redevance radiotélévision et les baisses de tarifs du gaz et de l'électricité.

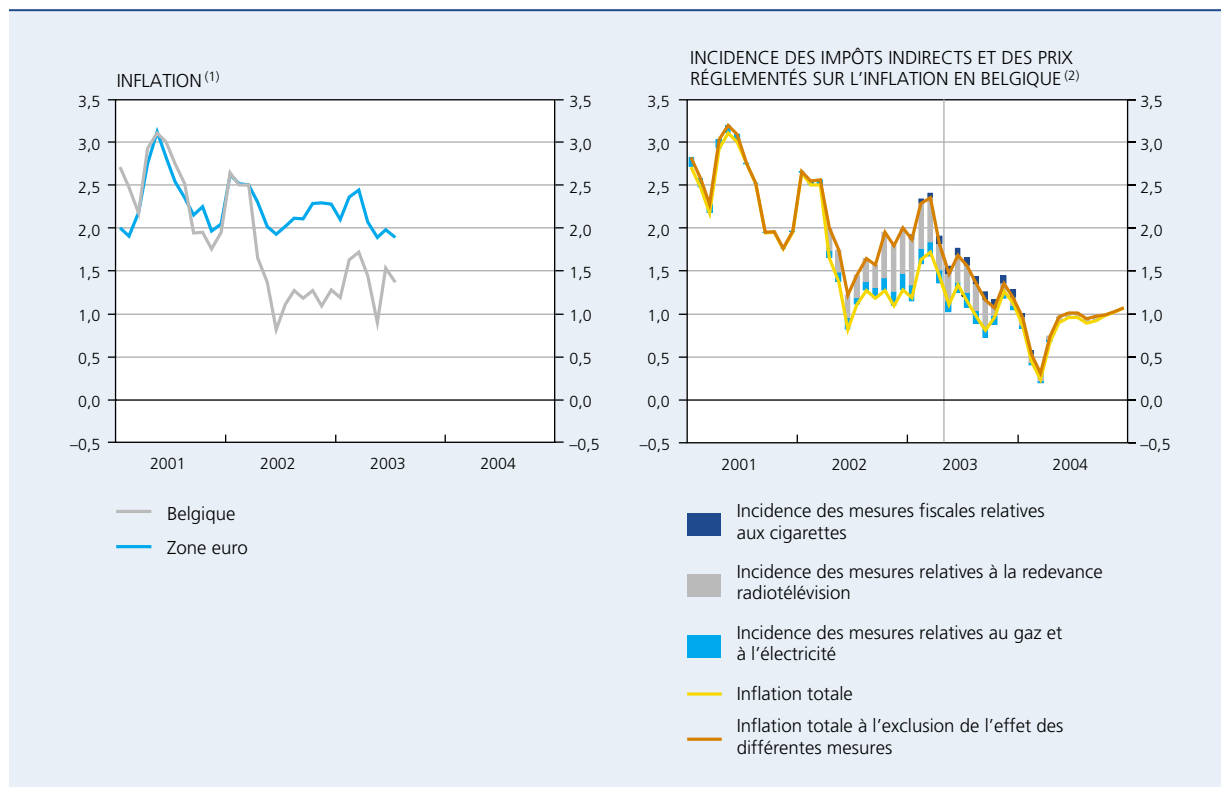
Ainsi, les mesures tarifaires du CCEG sur le marché du gaz et de l'électricité, qui ont été exposées plus haut, ont orienté l'inflation à la baisse à concurrence de 0,1 point de pourcentage au cours de chacune des années 2001, 2002 et 2003. La suppression de la redevance

radiotélévision en Flandre et à Bruxelles a exercé une pression sur l'inflation à concurrence de 0,3 point de pourcentage, en moyenne, en 2002 et 2003, tandis que la réduction de cette redevance en Wallonie exerce une influence à la baisse sur l'inflation de 0,05 point de pourcentage en moyenne, tant en 2003 qu'en 2004. L'effet de ces mesures est beaucoup plus important que l'effet des hausses de prix des produits du tabac, mises en œuvre en janvier et avril 2003.

Dans la zone euro, l'inflation en 2002 et au cours du premier semestre de 2003 a, par contre, été influencée à la hausse, dans une mesure non négligeable, par des relèvements d'impôts sur les produits énergétiques et les produits du tabac, notamment.

## GRAPHIQUE 6 INCIDENCE DES IMPÔTS INDIRECTS ET DES PRIX RÉGLEMENTÉS SUR L'INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

(1) Réalisations pour l'IPCH jusqu'en juillet 2003 inclus.

(2) Réalisations pour l'IPCH jusqu'en avril 2003 inclus, projections à partir de mai 2003.

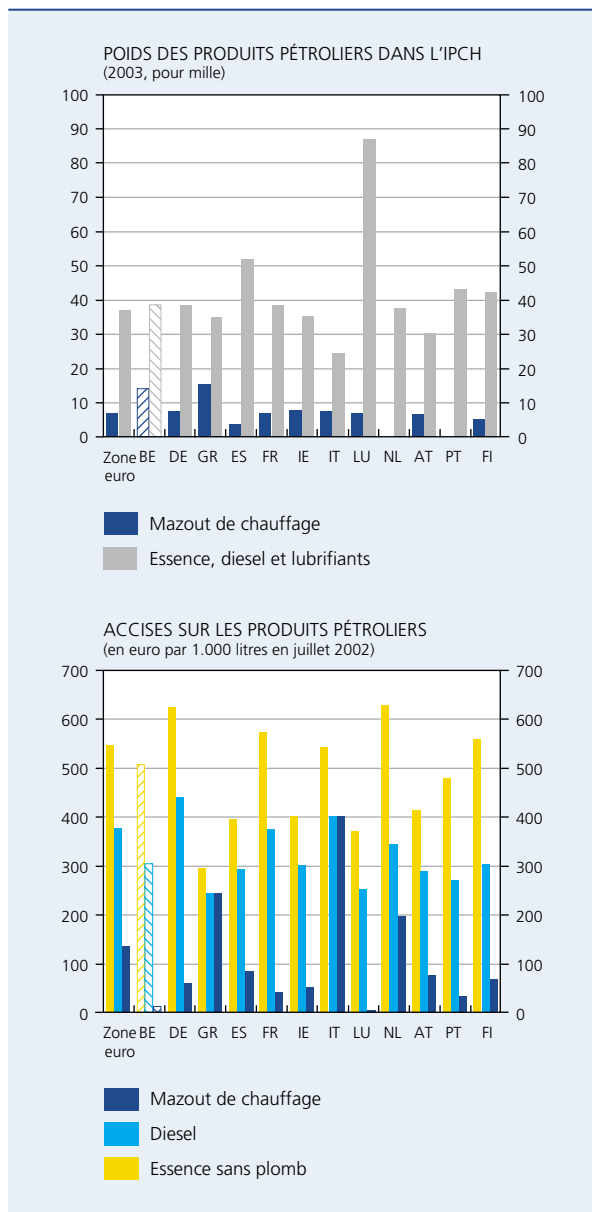
Par ailleurs, une partie de l'écart d'inflation de la Belgique peut s'expliquer par le fait que l'inflation en Belgique est plus sensible aux fluctuations du prix du pétrole brut. Au cours de périodes de baisses de prix du pétrole, l'inflation en Belgique a dès lors tendance à être moins élevée que dans la zone euro, tandis qu'elle tend à être plus élevée que dans la zone euro lorsque le prix du pétrole augmente.

La plus grande sensibilité de l'inflation belge au prix du pétrole peut être attribuée en premier lieu au poids plus important des produits pétroliers dans l'IPCH belge. Ceci est dû principalement au poids plus élevé de la consommation de mazout de chauffage, puisque la Belgique fait partie des pays où l'on se chauffe le plus au mazout. En second lieu, les pouvoirs publics belges prélèvent moins d'impôts indirects sous la forme d'accises sur les produits pétroliers. Le caractère forfaitaire des accises contribue à tempérer l'incidence des fluctuations du prix du pétrole brut, tant à la hausse qu'à la baisse. Par conséquent, les accises en moyenne moins élevées en Belgique entraînent une plus grande sensibilité au cours du pétrole.

Ce phénomène est également le plus prononcé pour le mazout de chauffage, de sorte que les deux facteurs – pondération supérieure du mazout de chauffage et accises moins élevées – se renforcent mutuellement.

Dans la première partie de cet article, le caractère favorable du ralentissement de l'inflation découlant du recul du cours du pétrole a été démontré pour la zone euro. Il ressort de ce qui précède que ce facteur joue davantage encore pour la Belgique. Le rôle important des produits énergétiques dans le ralentissement attendu de l'inflation se traduit également par le fait que, tant en 2003 qu'en 2004, la hausse de l'indice-santé serait légèrement supérieure à celle de l'inflation totale, puisqu'elle s'élèverait respectivement à 1,3 et 1,1 p.c., contre 1,2 et 0,8 p.c., respectivement, pour l'inflation totale. Ainsi, le mécanisme d'indexation en vigueur stimulerait quelque peu la croissance des salaires réels et, par conséquent, le pouvoir d'achat en 2003 et 2004, sans toutefois peser sur la rentabilité des entreprises. L'économie dans son ensemble enregistre en effet un gain de termes de l'échange, grâce aux produits pétroliers meilleur marché.

**GRAPHIQUE 7** FACTEURS QUI DÉTERMINENT LA SENSIBILITÉ DE L'INFLATION AUX FLUCTUATIONS DE PRIX DU PÉTROLE



Sources : CE, BNB.

Ce résultat dépend naturellement dans une large mesure de la question de savoir si la baisse du prix du pétrole brut retenue dans les projections se concrétisera. En outre, les relèvements d'accises annoncés sur l'essence et le diesel pourraient également réduire l'écart prévu entre l'évolution de l'indice-santé et celle de l'IPCH.

Étant donné que l'écart d'inflation négatif de la Belgique est attribuable à un ensemble d'évolutions favorables du côté de l'offre, il n'indique en rien un risque de déflation.

## 4. Conclusions

Selon les projections de l'Eurosystème, l'inflation devrait reculer fortement dans la zone euro pour se situer entre 1,8 et 2,2 p.c. en 2003 et entre 0,7 et 1,9 p.c. en 2004, alors qu'elle atteignait 2,3 p.c. en 2002. Malgré la possibilité d'un net recul de l'inflation en 2004, on ne décèle aucun signe indiquant un risque réel de déflation. Dans la mesure où le ralentissement de l'inflation est attribuable à des baisses de prix des produits énergétiques et à la moindre contribution des impôts indirects, il constitue, en revanche, un facteur qui accroît le pouvoir d'achat et soutient, ainsi, la reprise attendue de l'activité économique dans la zone euro.

Les prévisions de la Banque pour la Belgique mettent également en évidence un important ralentissement de l'inflation, dont le taux reviendrait de 1,6 p.c. en 2002 à 1,2 p.c. en 2003 et à 0,8 p.c. en 2004. L'écart d'inflation négatif par rapport à la zone euro, qui était apparu en 2002, se maintiendrait par conséquent en 2003 et 2004. Cet article a montré que cet écart résultait principalement d'évolutions favorables du côté de l'offre, de sorte qu'il n'indique en rien un risque de déflation en Belgique.

Il va de soi que les projections d'inflation commentées dans le présent article dépendent fortement des hypothèses exposées dans l'introduction. Ceci vaut autant pour la zone euro que pour la Belgique.

Ainsi, en 2003 et 2004, l'inflation en Belgique reculera probablement beaucoup moins par rapport au niveau enregistré en 2002, si l'on tient compte des adaptations annoncées en matière de fiscalité indirecte et si l'on part du principe que le cours de change de l'euro et les prix du baril de pétrole brut à terme se maintiendront aux niveaux – différents des hypothèses de base – atteints lors de la clôture de cet article. Le cas échéant, l'écart d'inflation négatif par rapport à la zone euro se réduirait également.

# Summaries of Articles

## How to assess the stance of monetary policy: some tools

Is monetary policy accommodating or restrictive? This article analyses and applies to the euro area five tools on the basis of which the monetary policy stance is often described or judged: monetary aggregates, real interest rate, monetary conditions index, Taylor rule and inflation expectations. These various – inevitably simplifying – concepts cannot express the complexity of the environment to which monetary policy has to react. Subject to this major reservation, they show that the Eurosystem's recent monetary policy has used, to sustain growth, the margins created by the credibility already achieved in terms of maintenance of price stability.

## Bank lending to the private sector in Belgium

This article analyses the developments in bank lending to the private sector in Belgium over the past twenty years, thus putting the recent slowdown in a historical perspective, and presents for the first time the results for Belgium of the Eurosystem's bank lending survey. The recent slowdown in bank lending affected loans to companies rather than households. It was probably mainly the result of a lower demand, especially from large companies. However, banks have also tightened their lending conditions, particularly by widening interest rate margins for riskier loans.

## Inflation in Belgium and in the euro area: projections for 2003 and 2004

According to the June 2003 Projections of the European System of Central Banks, euro area HICP inflation is expected to ease somewhat from 2.3 pct. in 2002 to between 1.8 and 2.2 p.c. in 2003. In 2004 it is expected to decrease more to between 0.7 and 1.9 p.c. This projection is based on the assumption of favourable import price trends, reflecting both oil price developments and the higher euro exchange rate, as well as on the expectation of lower domestic cost pressures in the context of a moderate economic recovery. The latter factor is the main driving force behind the deceleration of the rate of increase of the GDP deflator, which is less pronounced than for HICP inflation. However, there are great uncertainties concerning the underlying assumptions. The same pattern is expected for headline inflation in Belgium. As a result, Belgian inflation, which was already markedly lower than euro area inflation in 2002, is projected to stay below the euro area average in 2003 and 2004 as well. This negative inflation differential is mainly due to temporary factors, such as the measures in the field of the radio and television licence fees, deregulation-induced reductions of electricity and gas tariffs and the fact that Belgian inflation is more sensitive to oil price developments. On the basis



of information available through begin August 2003, headline inflation is expected to slow down from 1.6 p.c. in 2002 to 1.5 p.c. in 2003 and 1.2 p.c. in 2004. The factors underlying the projected deceleration of inflation do not indicate any risks of deflation.

## Abstracts of the Working Papers Series

### 39. "La consommation privée en Belgique" by B. Eugène, Ph. Jeanfils and B. Robert, Document series, June 2003

This paper analyses the path of private consumption and its main macroeconomic determinants. These are related to the life-cycle approach which helps explaining consumption smoothing. In that respect, it is important to go beyond the simple correlation between current disposable income and consumption to incorporate future income expectations and wealth. As for this latter, the paper also proceeds to a careful description of the mechanisms at work in the wealth effect and of the structure of Belgian households' wealth. Empirically, it is shown that in Belgium human wealth plays a far larger role than financial wealth while the interest rate reflects intertemporal substitution in explaining long-term desired consumption. Variations in these long-term determinants impact only gradually on consumption dynamics, highlighting the fact that changes need to be sustained to have sizeable effects. Finally, in addition to the rate of interest, human and financial wealth, the significance of liquidity-constrained consumers and of a confidence indicator are tested. However it does not seem that they exhibit a significant contribution to consumption growth.

### 40. "The process of European monetary integration : a comparison of the Belgian and Italian approaches" by I. Maes and L. Quaglia, Research series, August 2003

This paper analyses and compares the roles which Belgium and Italy have played in the process of European monetary integration. It discusses Belgian and Italian attitudes towards European integration and EMU, exchange rate policies, key concepts of the Belgian and Italian EMU strategies and the concrete contributions made by Belgium and Italy. Overall, these two countries played an important and pace-setting role in the process of European monetary integration. They developed several creative and diplomatic proposals. Moreover, Belgian and Italian policy-makers often acted as "policy entrepreneurs" and proved to be skilful negotiators. The main difference is that Belgium has been a constant and consistent "pace-setter" in monetary matters, from the preparation of the Hague Summit to the elaboration of the EMS, the monetary chapter in the Single European Act and the realisation of EMU, whereas Italy was mainly active in the 1980s. This assessment of the Belgian and Italian contributions does not challenge the decisive impact of the Franco-German axis, but illustrates that EMU was a multilateral process. Furthermore, the paper shows how important it was for a country to achieve a sound economic performance, especially a stable exchange rate, in order to have influence on the European monetary scene.

## Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
e	estimation
n.	non disponible
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire

## Abréviations

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banques centrales nationales
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CCEG	Comité de contrôle de l'électricité et du gaz
CE	Commission européenne
ECB	voir BCE
EMS	European Monetary System
EMU	Economic and Monetary Union
FMI	Fonds monétaire international
GDP	voir PIB
HICP	voir IPCH
ICM	Indice des conditions monétaires
IFM	Institutions financières monétaires
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé

OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligation linéaire
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
SEC	Système européen des comptes
SPF	Service public fédéral
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée

Éditeur responsable

**J. HILGERS**

Directeur

Banque nationale de Belgique  
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

**Ph. QUINTIN**

Chef du service Communication

Tél. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91  
philippe.quintin@nbb.be

© Illustrations: fotostockdirect – goodshoot  
gettyimages – digitalvision  
gettyimages – photodisc  
Banque nationale de Belgique

Mise en page: BNB Prépress  
Couverture: BNB Multimédia

Publié en septembre 2003