

Revue économique

Septembre 2009



© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés.

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

ISSN 1372-3162

Table des matières

DÉFLATION, DÉMON D'UN LOINTAIN PASSÉ OU RÉEL DANGER POUR LE PRÉSENT ?	7
RÉGULATION ET CONCURRENCE DANS LE SECTEUR DE LA DISTRIBUTION EN BELGIQUE	35
LES PLANS DE RELANCE ÉCONOMIQUE	63
VERS UNE FISCALITÉ ENVIRONNEMENTALE PLUS FORTE ?	79
LE MARCHÉ BELGE DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES DANS UNE PERSPECTIVE EUROPÉENNE	99
SUMMARIES OF ARTICLES	117
ABSTRACT	121
SIGNES CONVENTIONNELS	125
Liste des abréviations	127

Déflation, démon d'un lointain passé ou réel danger pour le présent ?

Stefaan Ide
Jef Boeckx
David Cornille

Introduction

Le présent article examine dans quelle mesure la déflation représente actuellement un réel danger dans la zone euro et quelles sont les implications de cette analyse en termes de politique à mener. Lorsqu'il s'est avéré, à partir de septembre 2008, que l'intensification de la crise financière exercerait une incidence considérable sur l'économie réelle, la question de savoir si l'économie de la zone euro, mais aussi celle d'autres pays industrialisés, s'orientait vers une déflation s'est de plus en plus posée, tant au niveau des autorités que dans l'opinion publique. Dans ce cadre, des parallèles ont été établis à plusieurs reprises entre la crise actuelle et la Grande Dépression des années 1930. Par ailleurs, une inflation négative a été observée dans plusieurs pays au cours de l'été 2009.

L'article est structuré comme suit. La première partie constate que la déflation n'est pas un phénomène inconnu dans l'histoire économique, tout au moins dans sa définition large, à savoir la simple observation d'une inflation négative ou, en d'autres termes, une baisse du niveau général des prix. En outre, il y est souligné l'importance d'établir une distinction entre les périodes déflationnistes, non seulement au niveau du choc sous-jacent à l'origine de la déflation, mais également par rapport à l'évolution de l'activité économique au cours des différentes périodes. La définition large de la déflation, qui constitue le point de départ de l'article, est ensuite affinée pour aboutir à plusieurs types de déflation, à savoir la déflation bénigne, d'une part, et différentes gradations de déflation néfaste, d'autre part. Le concept de déflation ayant souvent une connotation négative,

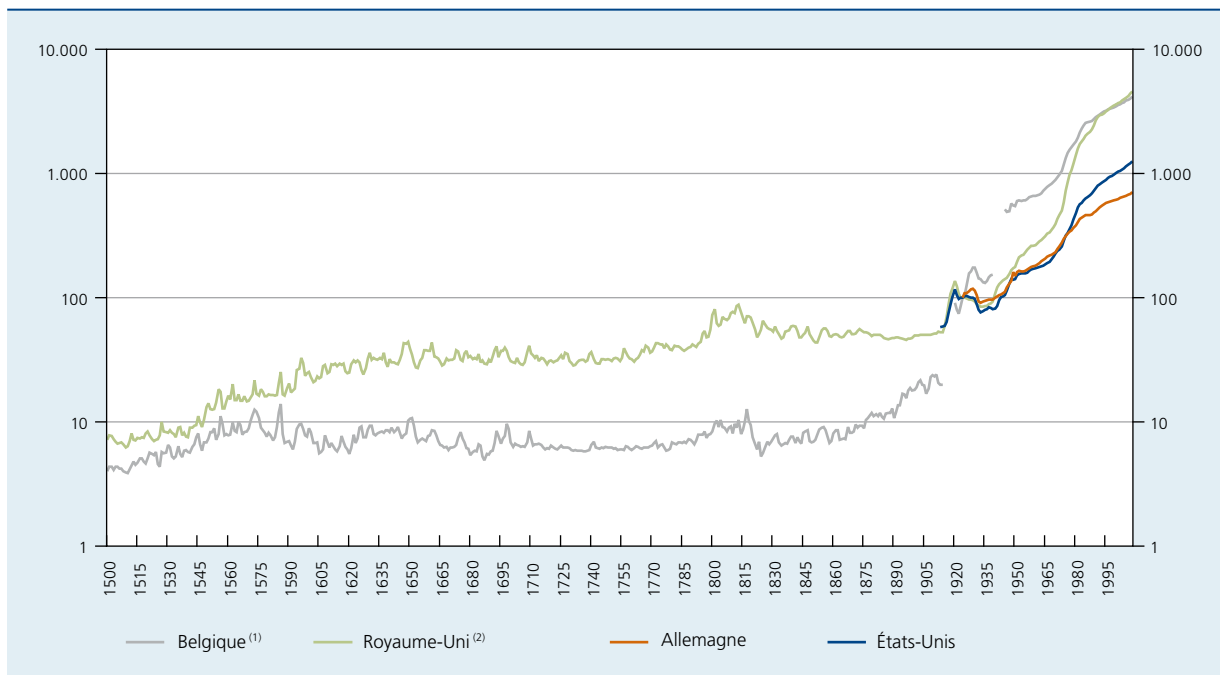
il apparaît que dans la pratique, il est généralement fait abstraction des formes bénignes de déflation. En effet, ce sont les formes néfastes de déflation qui représentent un défi important au niveau de la politique à mener. Celles-ci sont présentées plus en détail dans la deuxième partie. L'on y explique notamment pourquoi elles ne peuvent pas être simplement considérées comme de l'inflation négative. Il s'avère en effet que cette déflation néfaste déclenche des mécanismes économiques spécifiques qui peuvent entraîner une spirale à la baisse, tant du niveau des prix que de l'activité économique. Ces mécanismes sont essentiellement imputables à l'existence de l'une ou l'autre forme de rigidité nominale à la baisse. La partie 3 évalue le risque de déflation néfaste dans la zone euro dans le contexte actuel et analyse l'évolution récente de l'inflation, en insistant sur les anticipations d'inflation – lesquelles représentent un facteur important de l'apparition d'une spirale déflationniste. Non seulement l'évolution des prix mais également un éventail plus large d'indicateurs y sont examinés, comme dans les études du FMI. La partie 4 décrit les options de politique dans un environnement déflationniste. En guise de conclusion, les principaux enseignements sont résumés.

1. La déflation, une vieille connaissance

Le thème de la déflation n'a été traité que sporadiquement depuis les années 1970, l'inflation étant un important facteur de déstabilisation de l'économie et la politique monétaire étant axée sur la maîtrise de la poussée inflationniste et des anticipations d'inflation. Il ressort toutefois de l'histoire économique que la déflation a été un phénomène

GRAPHIQUE 1 NIVEAU DES PRIX AU FIL DES SIÈCLES

(indices 1924 = 100, échelle logarithmique)



Sources : Bureau of Labor Statistics, International Institute of Social History, Office of National Statistics, Statistisches Bundesamt, BNB.

(1) Jusqu'en 1912 inclus, il s'agit d'un indice des prix à la consommation pour la ville d'Anvers. Aucun indice n'a été établi durant les deux guerres mondiales.

(2) Jusqu'en 1801 inclus, il s'agit d'un indice des prix à la consommation pour la ville de Londres.

relativement fréquent depuis le Moyen Âge, du moins lorsqu'elle est définie au sens large, à savoir comme une baisse du niveau général des prix (inflation négative). Le régime de politique monétaire en vigueur joue à cet égard un rôle clé. Les restrictions imposées par les régimes de politique monétaire liés aux stocks d'or et d'argent – comme ce fut explicitement le cas durant la période de l'étalon-or – ont en effet largement contribué à accroître la fréquence des diminutions de prix. La demande de monnaie a parfois augmenté fortement, en raison par exemple des avancées technologiques ou de la croissance de la population, alors que la masse monétaire demeurait globalement inchangée. À l'inverse, la découverte de nouvelles réserves d'or et d'argent a exercé un effet haussier sur les prix. L'étalon-or a été abandonné par un nombre croissant de pays au début du XX^e siècle, si bien que les prix y ont enregistré une progression sensible par rapport aux siècles précédents. Après les années 1970, la politique monétaire s'est concentrée sur le maintien d'une inflation basse et stable, ce qui, dans une perspective mondiale, a entraîné une hausse du nombre d'épisodes d'inflation négative après 1990 (Bordo et Filardo, 2005).

Les périodes déflationnistes sont généralement défavorables, comme ce fut le cas de la Grande Dépression des années 1930 ou de la stagnation observée au Japon au cours des années 1990 et 2000 – la grave récession mondiale actuelle pourrait en constituer un nouvel exemple. Il importe cependant de noter qu'un recul des prix n'a dans le passé pas nécessairement été accompagné d'une récession économique; une baisse du niveau des prix a souvent été enregistrée en période de vive croissance tirée par la productivité. Compte tenu de cette diversité, Borio et Filardo (2004) ont qualifié les périodes déflationnistes de « bonnes, mauvaises et sévères ». La déflation n'est en effet pas un phénomène isolé et est la plupart du temps, si pas toujours, le symptôme d'un choc économique sous-jacent. C'est précisément en fonction de ces chocs économiques sous-jacents (et de leur incidence sur l'activité économique⁽¹⁾) qu'il est possible d'opérer une distinction entre les différents types de périodes déflationnistes. Ainsi, la déflation peut en principe survenir tant lors d'un choc positif de l'offre que lors d'un choc négatif de la demande.

Dans le premier cas, Borio et Filardo parlent de « bonne déflation ». Elle surviendra si, d'une part, des chocs positifs de l'offre (ou une série de tels chocs) accroissent le potentiel économique et si, d'autre part, la demande

(1) L'évolution de l'activité économique est un des critères permettant de qualifier le choc. Ainsi, les chocs de l'offre ont généralement un effet sur les prix inverse de leur effet sur l'activité économique, alors que les chocs affectant la demande influencent habituellement dans le même sens prix et activité économique.

nominale ne s'ajuste pas ou peu. Tel sera le cas lorsque la masse monétaire ne suit pas l'expansion du potentiel de croissance, une situation qui se présentait fréquemment lorsque l'étalon-or était en vigueur étant donné que la masse monétaire (mondiale) demeurait largement constante. Le concept de « bonne déflation » ne renvoie qu'au caractère bénin de la déflation et, plus particulièrement, au fait que les périodes déflationnistes visées ne se doublaient pas d'un repli de l'activité économique ou étaient même accompagnées d'une vive expansion économique, ce qui est attribuable à la nature favorable du choc économique sous-jacent et ne peut par conséquent pas être interprété de manière normative. Ce concept n'indique donc pas nécessairement qu'une politique optimale a été menée au cours des périodes visées. On pourrait ainsi soutenir que la non-absorption des évolutions favorables au niveau de l'offre peut avoir pesé temporairement sur la demande et, partant, sur la croissance réelle effective et ait entraîné un écart de production négatif pendant la période de transition. Il convient à cet égard de souligner que cet argument théorique est sans doute moins pertinent pour le passé, dans la mesure où les économies de l'époque étaient moins caractérisées par l'existence de rigidités prix-salaires, la politique monétaire menée ayant en principe moins d'effets réels.

Les « années folles » sont un exemple de « bonne déflation », la reprise d'après-guerre et la diffusion de nouvelles technologies, telles que les voitures, la téléphonie et les radios, concourant à une croissance économique réelle soutenue (White, 1990). Le commerce mondial s'est en outre redressé et une reprise des mouvements internationaux de capitaux a été observée au cours de cette période, après que les principaux cours de change eurent été stabilisés et que l'étalon-or eut été restauré en 1925. Un autre exemple de « bonne déflation » est le contre-choc pétrolier de 1986, lequel a conduit, dans le cas de l'Allemagne, à une brève période d'inflation négative sans toutefois avoir de conséquences véritablement fâcheuses pour l'évolution de l'activité économique. Le fait que le contre-choc pétrolier de 1986 ait engendré une inflation négative en Allemagne, contrairement à ce qui a été observé dans la plupart des autres pays industrialisés, s'explique par le niveau structurellement inférieur de l'inflation en Allemagne, sous l'effet d'une politique monétaire fortement axée sur la stabilité des prix. Cet exemple montre que, comme précisé ci-avant, le régime de politique monétaire en vigueur exerce une incidence sur la probabilité de survenance des périodes déflationnistes.

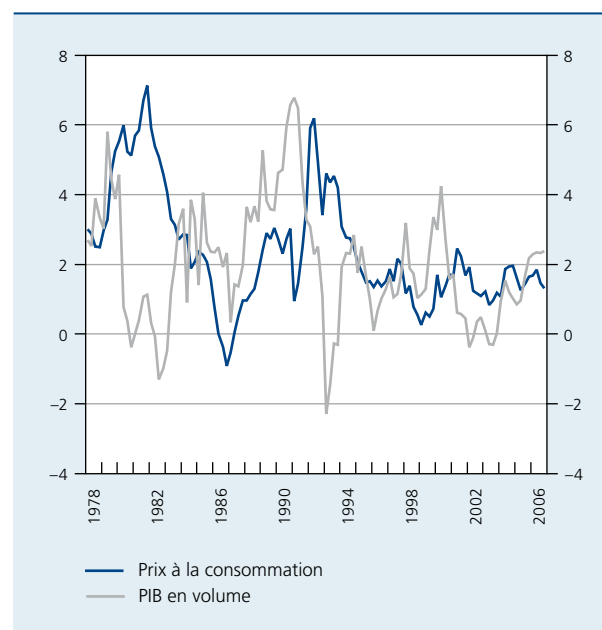
À cet égard, on peut considérer la récente émergence de la Chine et d'autres nouveaux pays industrialisés comme un important choc positif et, de surcroît, persistant de l'offre. Sous l'étalon-or, un tel choc aurait sans

doute conduit à une « bonne déflation ». Cependant, la politique monétaire menée aujourd'hui dans la plupart des pays industrialisés ayant pour principal objectif de stabiliser l'inflation à un niveau faible mais strictement positif, ce choc positif de l'offre a dans une large mesure été absorbé, si bien qu'aucune déflation n'a été observée *ex post*. Cet exemple montre donc une fois de plus que la déflation est liée au régime de politique monétaire en vigueur. Ceci signifie également qu'il est peu probable qu'une déflation bénigne s'installe durablement sous les régimes de politique monétaire actuels. Alors que, comme souligné ci-dessus, l'étalon-or comportait le risque que la politique monétaire soit insuffisamment accommodante en cas de chocs positifs de l'offre, il semble *a posteriori* qu'au cours de la période récente elle s'est trop unilatéralement concentrée sur la stabilisation de l'inflation – par exemple une trop grande importance aurait été accordée à l'incidence sur l'inflation des effets de premier tour qui résultent des importations meilleur marché des pays à bas coûts –, si bien que la politique monétaire mondiale a sans doute été trop accommodante et a ainsi contribué au récent *boom-bust cycle*.

Pour sa part, une « mauvaise déflation » résulte d'un choc négatif de la demande où le repli de l'activité, du fait de son ampleur et/ou de sa persistance, engendre une pression baissière sur les prix si forte qu'il s'accompagne d'une

GRAPHIQUE 2 PRIX À LA CONSOMMATION ET PIB EN VOLUME EN ALLEMAGNE

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



Source : Thomson Reuters Datastream.

baisse du niveau général des prix. On parle de « déflation sévère » lorsque cette pression baissière sur les prix provoque une véritable spirale déflationniste. En raison de l'apparition d'une telle spirale baissière – les mécanismes qui la déclenchent sont examinés ci-après –, les effets sur le niveau des prix et sur l'activité économique sont nettement plus dramatiques. L'encadré 1 compare la situation actuelle avec la période de stagnation japonaise des années 1990 et 2000 – un exemple de « mauvaise déflation » – et la Grande Dépression aux États-Unis – un exemple de « déflation sévère ». En effet, à l'époque également, une bulle

avait éclaté sur les marchés boursiers et de l'immobilier et le système bancaire avait été ébranlé. Tant dans le cas du Japon que lors de la Grande Dépression, les réactions de politique économique ont toutefois aussi joué un rôle clé (elles ont même été capitales selon certains observateurs). Par rapport à ces épisodes, la crise actuelle a été marquée par une ferme réaction de la politique économique, ce qui réduit considérablement le risque d'apparition effective d'une déflation néfaste, et ce même si le recul initial de la demande est tel qu'il implique en principe un risque *ex ante* non négligeable de déflation néfaste.

Encadré 1 – La crise actuelle comparée à la Grande Dépression et à la stagnation japonaise des années 1990 et 2000

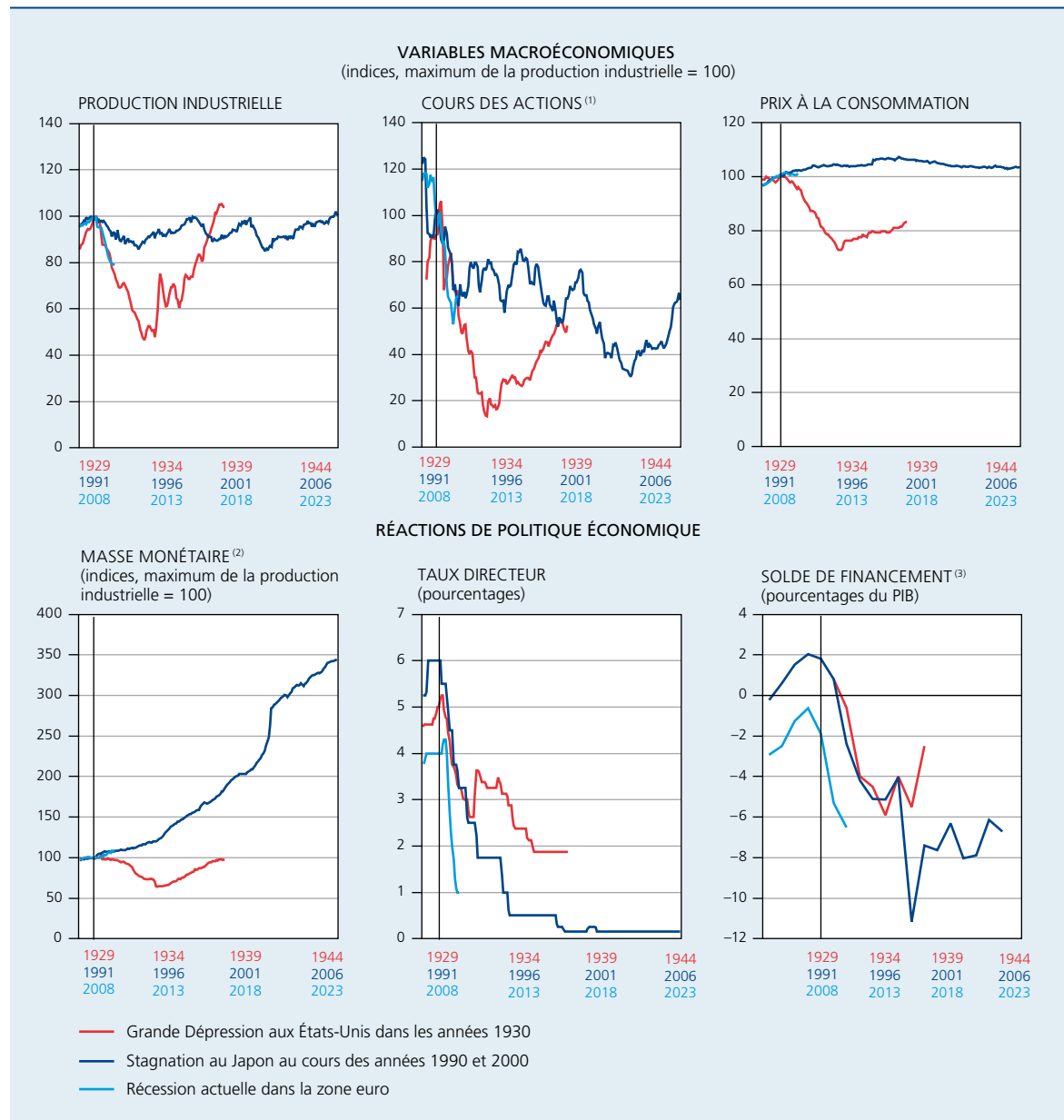
Dans les années 1990, l'activité économique a stagné au Japon pendant une longue période, tandis que le niveau des prix baissait de manière persistante mais limitée. Toutefois, dans la mesure où aucune spirale déflationniste n'a vu le jour au cours de cette période, l'épisode japonais est considéré comme un exemple de « mauvaise déflation », tandis que la Grande Dépression des années 1930 est un exemple de « déflation sévère ». L'activité économique s'est en effet fortement repliée aux États-Unis dès le début des années 1930 – ce qui contraste avec la stagnation observée au Japon dans les années 1990 et 2000 – et le niveau des prix a chuté de plus de 25 p.c. en quatre ans.

Plusieurs hypothèses ont été mises en avant pour expliquer tant la stagnation au Japon au cours des années 1990 et 2000 que la Grande Dépression. Ce débat n'est pas encore clos. Dans les deux cas, l'éclatement d'une bulle sur les marchés boursiers et de l'immobilier et l'ébranlement du système bancaire ont joué un rôle majeur. Ces deux facteurs sont aussi présents aujourd'hui. Outre l'intensité de la récession actuelle et le fort recul de l'inflation, la question se pose de savoir si une déflation néfaste va s'installer. La gravité de la récession actuelle est toutefois surestimée en ne considérant dans le graphique que le repli de la production industrielle, à défaut de données sur le PIB pour la période de la Grande Dépression. Aujourd'hui, les services, qui sont caractérisés par un profil cyclique moins prononcé, représentent en effet une part nettement plus importante de la valeur ajoutée et de l'emploi que dans le passé.

Selon de nombreuses études, les réactions de politique économique ont joué un rôle majeur, tant au cours de la stagnation au Japon qu'au cours de la Grande Dépression. Dans le cas du Japon, la principale cause sous-jacente de l'atonie persistante de l'économie ne semble pas tant être le processus déflationniste en lui-même. Bien que ce dernier y ait aussi contribué, ce sont les problèmes rencontrés par le secteur bancaire, lesquels ont duré très longtemps et n'ont pas été traités avec fermeté, qui sont la principale cause de la stagnation. Les autorités japonaises n'ont tenté que progressivement de stabiliser le secteur financier dans le courant des années 1990, dans un premier temps sous la forme de programmes relativement modestes visant à acheter les actifs des banques. Ces programmes se sont par la suite avérés trop limités et peu cohérents. C'est pourquoi les autorités ont lancé en 1998 des programmes ayant pour objet de recapitaliser les banques japonaises en difficulté et la Banque du Japon a racheté des actions de banques commerciales entre 2002 et 2004 afin de garantir la stabilité financière.

Des éléments montrent cependant qu'en dépit de certaines hésitations, la politique monétaire et budgétaire menée a été un facteur stabilisant durant la stagnation observée au Japon au cours des années 1990 et 2000. En effet, les baisses (limitées) de prix n'ont pas engendré un comportement de report dans l'attente de reculs plus prononcés (White, 2006). Le taux d'intérêt directeur a été progressivement abaissé à partir de 1991 et une politique de taux zéro a été menée à partir de février 1999. En août 2000, la Banque du Japon a toutefois à nouveau augmenté son taux d'intérêt directeur, une décision qu'elle a dû rapidement annuler. La politique du taux zéro a été réinstaurée

LA RÉCESSION ACTUELLE DANS UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE



Sources : CE, OCDE, NBER Macroeconomy database, Federal Reserve Bank of St. Louis, Thomson Reuters Datastream, Yahoo Finance.

(1) Il s'agit du Dow Jones Industrial Average pour les États-Unis, du Nikkei 225 pour le Japon et de l'Euro Stoxx 50 pour la zone euro.

(2) Mesurée par M1.

(3) Solde de financement des administrations publiques. Les chiffres pour 2009 et 2010 sont des prévisions de la CE.

en mars 2001, cette fois sous la forme d'une politique d'assouplissement quantitatif, laquelle visait à fournir de très larges liquidités au secteur bancaire, ce qui a eu pour effet de faire baisser le taux d'intérêt au jour le jour jusqu'à zéro. L'assouplissement quantitatif a eu un effet considérable sur la masse monétaire, qui a sensiblement augmenté après 2001. En mars 2006, un terme a été mis à la politique d'assouplissement quantitatif et le taux d'intérêt directeur a à nouveau été porté à 0,25 p.c. en juillet 2006. La politique budgétaire a aussi été rapidement

stimulante au Japon : après la récession de 1997, le solde de financement a même atteint plus de 11 p.c. du PIB. Les chiffres corrigés de l'influence de la conjoncture font également état d'une politique expansionniste qui a fait exploser la dette publique japonaise à 180 p.c. du PIB en 2006.

S'agissant de la Grande Dépression, la politique monétaire inadaptée semble en revanche avoir joué un rôle de tout premier plan. L'étalon-or laissait en effet peu de place à une politique monétaire ou budgétaire accommodante. Les nombreux *bank runs* au début des années 1930 ont entraîné une contraction du multiplicateur monétaire et de crédit qui n'a pas pu être compensée par la politique monétaire, si bien que la masse monétaire a sensiblement diminué. Après que les États-Unis eurent abandonné l'étalon-or en mars 1933, la politique monétaire a été assouplie et la masse monétaire a crû rapidement. L'expansion monétaire a en outre été soutenue par la décision de fermer les banques non solvables et d'en restructurer d'autres lors du *Bank Holiday* de mars 1933. La confiance dans le système financier s'est ainsi accrue et le processus de création de monnaie et de crédit a pu reprendre. C'est donc à partir de 1933 que l'activité et le niveau des prix ont à nouveau commencé à progresser, de sorte que la Grande Dépression a pris fin en 1937. La Réserve fédérale a aussi abaissé ses taux d'intérêt officiels, même si la réduction fut limitée et que ces taux d'intérêt n'avaient à l'époque pas la fonction de signal de l'orientation de la politique monétaire qu'ils remplissent aujourd'hui. Par contre, la politique budgétaire américaine n'a pas joué un grand rôle dans la reprise au sortir de la Grande Dépression étant donné que les déficits publics sont restés plutôt limités et qu'ils ont été en grande partie compensés par la politique budgétaire plus restrictive menée par les pouvoirs locaux.

À la différence de la stagnation au Japon et de la Grande Dépression aux États-Unis, les autorités monétaires et budgétaires européennes ont aujourd'hui réagi rapidement au net repli économique (ce fut également le cas dans d'autres pays industrialisés). Les réductions de taux décidées rapidement par la BCE ont été complétées par des mesures non conventionnelles susceptibles d'assurer une création normale de monnaie et de crédit et de contribuer ainsi à éviter un scénario similaire à celui de la Grande Dépression. En outre, les autorités nationales ont lancé au début de la crise de vastes opérations de sauvetage visant à stabiliser le système financier et à maintenir la confiance en celui-ci, alors que l'impulsion macroéconomique issue de la politique budgétaire a aussi été plus prononcée et plus rapide que lors des deux autres épisodes. Ceci s'explique en partie par le fait que les stabilisateurs automatiques sont nettement plus importants que dans le passé, surtout en Europe, compte tenu des systèmes de sécurité sociale très développés. La récession actuelle est de plus un phénomène mondial. C'est pourquoi les banques centrales et les autorités nationales de par le monde prennent des mesures pour y faire face, certaines d'entre elles étant en outre coordonnées. Une telle approche plus ou moins conjointe était impossible dans les années 1930 en raison des tensions politiques régnant entre les pays.

2. Pourquoi la déflation n'est pas simplement une inflation négative

Différentes raisons poussent à s'intéresser aux formes néfastes de déflation dans la suite du présent article. Tout d'abord, ces dernières peuvent avoir des conséquences désastreuses sur l'activité économique et, dès lors, constituer un défi majeur pour les autorités, en particulier celles responsables de la politique monétaire. Ensuite, comme on l'a déjà mentionné, vu les régimes de politique monétaire qui sont actuellement en vigueur dans les pays industrialisés, la survenance d'épisodes de bonne déflation est aujourd'hui effectivement fort peu probable (alors que cela avait été le cas au XIX^e siècle et durant la première moitié du XX^e siècle). Enfin, de par

sa nature, la crise actuelle présente certaines similitudes avec la situation observée au Japon, de même qu'avec la Grande Dépression des années 1930, ce qui rend l'étude de la mauvaise déflation beaucoup plus pertinente que celle de la bonne déflation.

Dans la pratique, la déflation est dès lors souvent d'emblée qualifiée de mauvaise, et il est donc implicitement fait abstraction de la bonne déflation. Une telle définition, plus restrictive que celle retenue jusqu'à présent dans cet article, envisage systématiquement la déflation comme une baisse persistante du niveau général des prix, qui donne lieu à des anticipations de nouvelles baisses (Bini Smaghi, 2008). Dans cette définition, plusieurs éléments sont importants. D'abord, il est explicitement fait mention

d'une baisse du niveau général des prix. Dans la pratique, cela signifie que l'indice des prix à la consommation doit se replier dans sa totalité et que les baisses de prix doivent être largement répandues. En d'autres termes, il ne suffit pas que seul le prix de quelques biens ou services spécifiques diminue. Dans le cadre d'un régime de faible inflation, ce dernier type de baisse des prix n'a en effet rien d'exceptionnel ; il est le résultat des évolutions relatives de la demande et/ou de la productivité, et non des évolutions au niveau agrégé. Ensuite, il doit s'agir d'une baisse *persistante* des prix et non d'épisodes brefs, d'une durée de quelques mois par exemple. Enfin, l'émergence d'*anticipations de nouvelles baisses des prix* constitue une troisième caractéristique essentielle. Les deuxième et troisième caractéristiques sont étroitement liées entre elles : le caractère persistant des baisses de prix peut contribuer à générer de nouvelles anticipations de baisses, ce qui favorise à son tour la persistance des baisses de prix. Ces deux aspects sont extrêmement importants dans la mesure où ils peuvent donner lieu à une spirale déflationniste.

La déflation entraîne une série de coûts que suscite également l'inflation, comme par exemple une perturbation des signaux de prix relatifs. De ce point de vue, la déflation semble n'être que le reflet inversé de l'inflation. Cette opinion est cependant erronée, car trop partielle. La déflation génère en effet également un certain nombre d'effets spécifiques, que ne suscite pas l'inflation, susceptibles d'entraîner des frais supplémentaires et potentiellement néfastes pour l'économie. Ces conséquences de la déflation sont également les facteurs qui donnent lieu à une spirale déflationniste. Elles sont de triple nature et peuvent par essence chacune être réduites à l'une ou l'autre forme de rigidité nominale à la baisse (certaines variables nominales ne peuvent pas être négatives ou ne peuvent pas diminuer, ou opposent à tout le moins une résistance spécifique à de telles évolutions).

Le niveau plancher des taux directeurs nominaux

Le fait que les taux directeurs nominaux ne puissent pas descendre en dessous de zéro, soit un plancher quasiment absolu, constitue une première rigidité nominale. Une fois que les taux nominaux sont à zéro, la banque centrale ne peut en effet plus assouplir la politique monétaire par le biais de l'instrument classique des taux d'intérêt puisque chacun préférera conserver ses liquidités plutôt que d'accorder des crédits assortis d'un taux d'intérêt négatif (*liquidity trap* – piège à liquidités). Même si le débat relatif à la politique monétaire se focalise souvent sur les taux directeurs *nominaux*, ce sont les taux d'intérêt *réels* qui influent sur l'économie et sur l'inflation. Ces taux réels représentent la différence entre les taux nominaux,

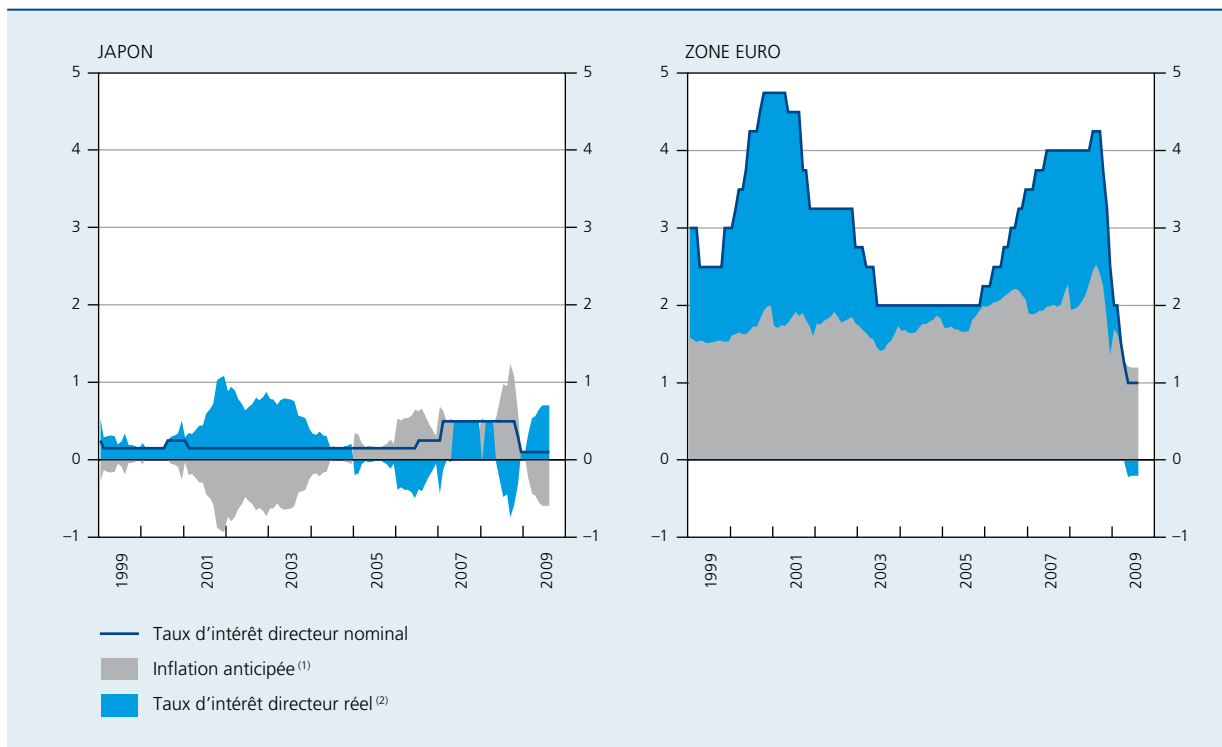
composés des taux directeurs nominaux et des *spreads* consistant en primes de risque et de liquidité, et l'inflation attendue. L'émergence d'anticipations d'inflation négatives (anticipations de baisses des prix) est une caractéristique essentielle de la mauvaise déflation, où les taux d'intérêt réels peuvent devenir de plus en plus positifs, alors que le fait que la déflation survienne après un fort choc négatif de demande implique précisément que le taux d'intérêt réel d'équilibre (*real natural interest rate*) est très faible, voire négatif⁽¹⁾. En raison de cette différence entre les taux effectifs réels et leur niveau d'équilibre, le déficit de la demande peut se prolonger, ce qui fait peser de plus lourdes pressions à la baisse sur les prix et entraîne une nouvelle progression des anticipations d'inflation négatives, une nouvelle hausse des taux d'intérêt réels, etc., bref une véritable spirale déflationniste. Cette spirale peut donc apparaître parce que la politique monétaire perd le contrôle des taux d'intérêt réels et n'est dès lors plus en mesure de piloter l'économie et l'inflation. Une formulation plus intuitive de ce mécanisme souligne le fait que l'émergence d'anticipations de baisses des prix entraîne le report des dépenses.

Lorsque les taux directeurs nominaux sont égaux à zéro, la politique monétaire peut tenter de continuer à piloter les taux d'intérêt réels pertinents en réduisant les *spreads* et/ou en maintenant ou en créant des anticipations d'inflation positives. On peut pour ce faire mettre en œuvre une politique monétaire non conventionnelle, comme évoqué au chapitre 4. Les responsables de la politique monétaire sont toutefois moins familiarisés avec ces instruments alternatifs et, outre les éventuels problèmes pratiques de mise en œuvre, leur effet sur l'économie est plus difficile à évaluer que celui d'une modification des taux directeurs nominaux. L'efficacité de la politique monétaire peut s'en trouver affectée.

Le cas du Japon illustre parfaitement l'effet sur les taux réels de taux directeurs nominaux égaux à zéro. À la fin des années 1990 et au début des années 2000, l'économie japonaise était enlisée dans un environnement déflationniste, et la banque centrale japonaise a ramené les taux directeurs à un niveau proche de zéro. Dans la mesure où la déflation avait toutefois également touché les anticipations, les taux réels demeuraient sensiblement positifs, ce qui a obligé la banque centrale japonaise à mettre en œuvre une politique monétaire non conventionnelle, notamment sous la forme d'un assouplissement quantitatif. Alors que, dans le contexte de la crise actuelle,

(1) Dans le cas où la déflation tire son origine d'un choc d'offre positif, il est beaucoup moins probable de voir un tel mécanisme déstabilisant se produire, dans la mesure où non seulement les taux effectifs réels mais également leur valeur d'équilibre augmenteraient. Il est dès lors peu probable qu'une déflation initialement bénigne se transforme au fil du temps en une mauvaise déflation.

GRAPHIQUE 3 TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR NOMINAL ET RÉEL
(pourcentages)



Sources : Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream.

(1) Inflation attendue pour l'année civile qui suit.

(2) Calculé comme étant la différence entre le taux directeur nominal et l'inflation anticipée.

des anticipations d'inflation négatives sont une nouvelle fois enregistrées au Japon, tel n'est pas le cas dans la zone euro (cf. infra pour de plus amples détails). On peut en déduire que la forte diminution des taux directeurs de la BCE a effectivement entraîné un assouplissement des conditions monétaires ; des taux d'intérêt réels plus faibles, voire négatifs à la fin de la période, pouvant stimuler l'activité économique.

Augmentation de la charge réelle des dettes contractées antérieurement

Par ailleurs, en cas de déflation, la charge réelle des dettes contractées antérieurement augmente, la plupart des contrats d'endettement étant conclus en termes nominaux. Dans la mesure où la déflation fait souvent suite à une période d'octroi excessif de crédits, le processus de désendettement s'en trouve compliqué, ce qui, toutes autres choses restant égales, entraîne une nouvelle progression de la propension à épargner et renforce l'effritement de la demande. Ceci provoque à son tour une redistribution involontaire de la richesse *ex post*, des emprunteurs vers

les épargnants. Les emprunteurs ayant souvent une plus grande propension à consommer, cette redistribution exerce également un effet négatif supplémentaire sur la demande⁽¹⁾. La situation économique s'étant déjà fortement détériorée, il s'ensuit également une vive progression des difficultés de remboursement et des défaillances, qui s'accompagne en outre souvent d'une baisse des cours des actifs, de sorte que la valeur des garanties des emprunts contractés diminue fortement. Dans une telle situation, les banques durciront les conditions de leurs octrois de crédits. Les problèmes de remboursement et les réductions de valeur des garanties peuvent également porter atteinte à la solvabilité des institutions financières et donc aggraver encore la crise. La poursuite d'un objectif de stabilité des prix et de lutte contre la déflation est dès lors également essentielle du point de vue de la stabilité financière.

(1) En principe, cet effet de redistribution ne diffère pas d'une forte baisse de l'inflation. Les récessions les plus profondes ont ainsi été observées à la fin des années 1980 et au début des années 1990, dans les pays qui avaient auparavant enregistré la plus forte progression de leur endettement (voir par exemple Groth & Westaway (2003) et King (1994)).

Rigidité nominale à la baisse des salaires

Une troisième et importante rigidité nominale à la baisse a trait à la difficulté de faire baisser les salaires nominaux, même si la détérioration des conditions économiques ou la baisse du niveau général des prix semble légitimer un tel mouvement. Cela tient à ce que l'on appelle « l'illusion monétaire » des agents économiques : ces derniers se focalisent sur le salaire nominal plutôt que sur le salaire réel et considèrent dès lors systématiquement, et à tort, une baisse de salaire comme une baisse de pouvoir d'achat.

À court terme, un degré relativement élevé de rigidité nominale à la baisse des salaires peut être favorable, dans la mesure où il soutient le revenu disponible réel (et donc la demande) et aide à contenir dans un premier temps le problème du remboursement des prêts contractés, ce qui, au début, est susceptible de compenser la pression déflationniste. L'existence de rigidités complique cependant l'adaptation de l'économie réelle, *a fortiori* lorsque le choc à la baisse est de nature persistante. Un niveau trop élevé des salaires réels pèse ainsi finalement sur la rentabilité des entreprises, ce qui entraîne une progression du chômage et alourdit les répercussions du choc au niveau de la demande⁽¹⁾. Cela semble impliquer que la zone euro, eu égard à son degré de rigidité plus élevé, est dans un premier temps mieux protégée contre l'émergence de la déflation que les États-Unis, mais que, une fois le processus déflationniste enclenché, elle serait par ailleurs plus lourdement frappée. De Grauwe (2009) remarque toutefois à cet égard que certaines caractéristiques spécifiques des économies dites rigides, telle l'existence d'un vaste système de sécurité sociale ou de salaires minimums, sont à même d'enrayer la dynamique déflationniste. Le revenu disponible, même s'il se contracte quelque peu, ne tombera en effet pas en deçà d'un seuil donné, ce qui continuera de soutenir la consommation et le remboursement des dettes. Selon ce raisonnement, les éventuelles conséquences néfastes de la rigidité accrue sont ainsi absorbées par la politique budgétaire, et plus particulièrement par les « stabilisateurs automatiques », dont on sait qu'ils sont plus importants en Europe qu'aux États-Unis. Le coût de ces derniers pour les pouvoirs publics serait inférieur aux efforts qu'ils devraient consentir en leur absence dans un environnement fortement déflationniste. Il convient toutefois de préciser que les possibilités budgétaires des pouvoirs publics et, dès lors, leur potentiel à stabiliser l'économie, ne sont pas illimités.

La rigidité nominale à la baisse des salaires varie fortement d'un pays à l'autre, en fonction des caractéristiques institutionnelles du marché du travail. Ainsi, au Portugal, les baisses de salaires nominales sont interdites par la loi, de sorte que l'on observe un degré élevé de rigidité nominale à la baisse (Duarte, 2008). En Belgique, par contre, en raison de l'indexation automatique des salaires, la rigidité nominale à la baisse des salaires est globalement inexistante. En effet, en cas d'inflation négative, l'indexation donnera lieu à des adaptations à la baisse des salaires nominaux. Le salaire réel reste ainsi à l'abri d'un éventuel effet haussier dû à la déflation, si bien que les conséquences réelles de la déflation sont moins désastreuses pour les entreprises belges, et donc aussi pour le chômage. En outre, l'existence d'une rigidité nominale à la baisse des salaires chez les partenaires commerciaux pourrait finalement entraîner une amélioration de la position concurrentielle de la Belgique dans un environnement international déflationniste. L'indexation accélère cependant l'effet nominal sur les salaires et les prix, de sorte que la problématique des taux d'intérêt réels et de l'alourdissement de l'endettement exposée ci-dessus est susceptible de se poser avec plus d'acuité en Belgique. Dans une petite économie ouverte telle que la Belgique, l'absence d'effet sur le salaire réel est toutefois peut-être plus importante que l'incidence sur les taux d'intérêt réels ou sur l'endettement. Alors que l'indexation est donc susceptible d'affaiblir les éventuelles conséquences de la déflation en Belgique, ce mécanisme présente dans d'autres cas, par exemple lors de chocs affectant les termes de l'échange, l'inconvénient de compliquer l'adaptation de l'économie, précisément parce que l'adaptation exigée du salaire réel devient plus pénible. Du Caju et al. (2007) arrivent en effet à la conclusion qu'en Belgique les salaires se caractérisent par un faible degré de rigidité nominale mais par un degré élevé de rigidité réelle.

Dans les pays où les salaires ne sont pas indexés, l'étendue de la rigidité nominale à la baisse des salaires augmente en principe à mesure que l'inflation diminue, et le phénomène aura bien sûr tendance à s'amplifier dans un environnement déflationniste. Une bonne illustration de ceci est présentée dans Fehr et Goette (2005). Ces derniers démontrent en effet que le recul de l'inflation en Suisse, où elle est passée de 4,7 p.c. en 1991 à 0 p.c. en 1997, s'est accompagné de distorsions dans la distribution des modifications salariales enregistrées dans les données individuelles. L'histogramme relatif à 1997 est en effet moins symétrique que celui de 1991, et la déformation tient au fait que l'on observe moins d'adaptations à la baisse du salaire réel en 1997 qu'en 1991, précisément parce que la part des salaires qui sont demeurés inchangés (et n'ont donc apparemment pas pu être adaptés à la baisse) a sensiblement augmenté (elle est passée de moins de 5 p.c. en 1991 à près de 20 p.c.

(1) Lorsque la déflation est le résultat d'un choc positif d'offre, une hausse du salaire réel n'est pas forcément problématique puisque la valeur d'équilibre de celui-ci augmente également, par exemple à la suite d'une hausse de la productivité.

en 1997). Un tel accroissement de la part des salaires qui demeurent inchangés est une caractéristique de la rigidité nominale à la baisse des salaires. Il semble néanmoins également que la rigidité nominale à la baisse des salaires ne soit pas une donnée absolue en Suisse, étant donné que la part des salaires qui ont baissé a dans le même temps sensiblement augmenté entre 1991 et 1997 (passant de 11 p.c. en 1991 à 31 p.c. en 1997). À Hong Kong, un pays dont les caractéristiques institutionnelles du marché du travail sont très différentes de celles de la zone euro, l'indice des prix à la consommation a reculé, sur une base cumulée, de 16,3 p.c. au cours de la période comprise entre mai 1998 et août 2003. Un grand nombre de baisses de salaires ont néanmoins été enregistrées durant cette période, et la distribution des modifications salariales a en outre été symétrique (Gerlach, 2009). La question de savoir avec quelle ampleur le problème de la rigidité nominale à la baisse des salaires va se manifester dans un environnement éventuellement déflationniste reste dès lors ouverte.

3. Les risques de déflation dans le contexte actuel

Afin d'évaluer les risques de déflation dans le contexte actuel, sont analysées non seulement l'évolution récente de l'inflation, mais aussi les anticipations d'inflation de divers agents économiques à différents horizons. Les risques de déflation ne pouvant être dissociés du choc négatif sous-jacent affectant la demande, il est également tenu compte d'un large éventail d'indicateurs, en plus des mesures d'inflation.

Les baisses de prix sont-elles actuellement très répandues ?

L'évolution de l'inflation au niveau mondial se caractérise actuellement par un processus de désinflation (dans de nombreux cas, même d'inflation négative) à la suite du recul sensible des prix des produits alimentaires et énergétiques depuis l'été 2008. Avant cette période, les prix des produits énergétiques et, dans une moindre mesure, ceux des produits alimentaires avaient entraîné une forte poussée de l'inflation, laquelle avait atteint son niveau le plus élevé depuis des décennies dans les différentes économies développées. L'inflation sous-jacente, définie comme l'inflation totale à l'exclusion de l'énergie et des produits alimentaires, n'affiche en revanche qu'un repli modéré, tant dans la zone euro que dans de nombreuses autres économies industrialisées. En Belgique, la tendance baissière ne s'est dégagée qu'avec un certain retard, l'inflation sous-jacente ayant encore été influencée à la

hausse par les conséquences des indexations élevées de 2008 et du début de 2009.

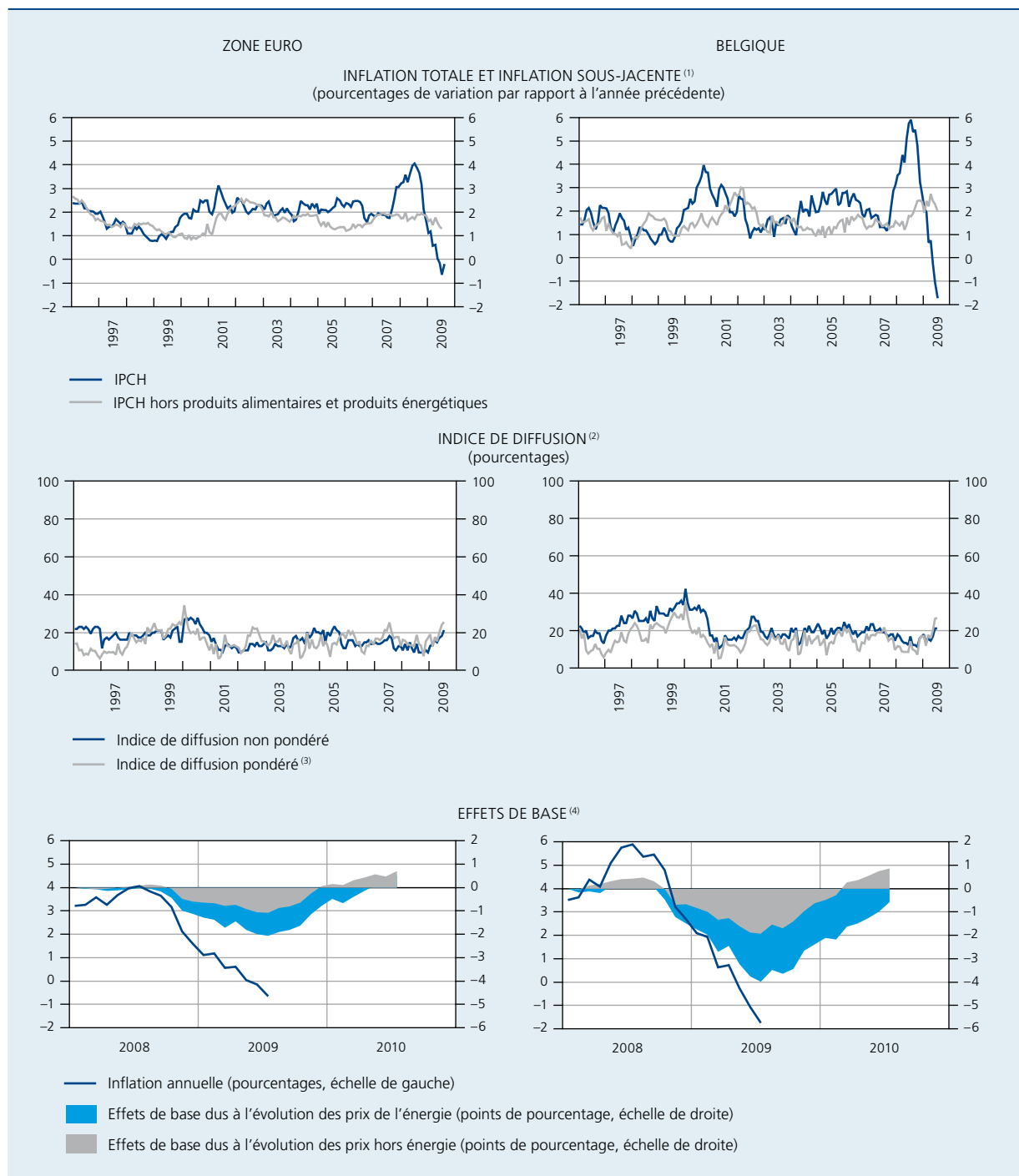
Ces éléments impliquent que la contraction de l'activité et, de manière générale, la faiblesse de la demande n'ont pas (encore) exercé d'effet marqué sur les prix des produits non alimentaires et non énergétiques et sur ceux des services dans la zone euro et, *a fortiori*, en Belgique. Cela signifie que le repli rapide de l'inflation tel qu'il a été observé au cours des derniers mois ne s'explique pas tant par une diminution du niveau général des prix que par des mouvements de prix relatifs. Considéré dans cette optique, le recul actuel de l'inflation se rapproche de la période de « bonne déflation » observée en Allemagne après le choc pétrolier inverse de 1986. C'est précisément parce que le ralentissement de l'inflation est imputable à des biens importés qu'il soutient le pouvoir d'achat dans les pays industrialisés, par le biais de l'amélioration des termes de l'échange et qu'il permet de résister aux forces négatives dans l'économie réelle. Ce phénomène peut difficilement être considéré comme un mécanisme déclenchant une spirale déflationniste néfaste, à moins que le recul marqué de l'inflation n'affecte les anticipations d'inflation.

Le fait que les baisses de prix ne sont pas (encore) généralisées ressort également de ce que l'on appelle l'indice de diffusion, qui donne la part en pourcentage des catégories de produits repris dans l'indice des prix à la consommation harmonisé dont les prix ont diminué sur une base annuelle. Cette mesure fait apparaître que, d'un point de vue structurel, les baisses de prix ne sont pas exceptionnelles, en particulier dans des secteurs qui se caractérisent par des gains importants de productivité, tels que les services de communication ou les produits multimédia. Cet indice ne semble pas non plus avoir sensiblement progressé au cours de la période récente, ce qui confirme que l'on n'observe pas de tendance générale à la baisse des prix dans la zone euro et en Belgique. C'est ce que fait apparaître l'indice de diffusion, qu'il soit pondéré ou non par les poids respectifs des catégories de produits dans l'IPCH. Pour la Belgique, l'Institut des comptes nationaux (2009) est arrivé à des conclusions similaires sur la base des données individuelles de prix contenues dans l'indice des prix à la consommation.

Eu égard au net renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires au premier semestre de 2008, les effets dits de base⁽¹⁾ ont exercé une influence baissière

(1) L'effet de base reflète l'influence, sur le chiffre de l'inflation d'un mois déterminé, d'une évolution inhabituelle ou extrême durant la période de base, à savoir le mois correspondant de l'année précédente. L'incidence des effets de base est quantifiée comme la contribution à la variation de l'inflation qui trouve son origine dans un écart de la variation sur une base mensuelle durant la période de base par rapport au profil de variation habituel. Ces effets mensuels ont ensuite été cumulés depuis janvier 2008.

GRAPHIQUE 4 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ



Sources : CE, BNB.

(1) IPCH hors produits énergétiques et produits alimentaires.

(2) Part dans le total des catégories de produits ayant subi des baisses de prix.

(3) Pondéré par les poids respectifs des catégories de produits dans l'IPCH.

(4) Effets de base cumulés depuis janvier 2008. Ils représentent la contribution à la variation de l'inflation au cours d'un mois donné, qui est imputable à des mouvements importants au cours du mois correspondant de l'année précédente. Pour les calculer, la variation mensuelle de l'IPCH a été comparée, pour chaque mois, au profil de variation habituel. Cette méthode permet de prévoir l'incidence des effets de base au cours des douze prochains mois.

considérable sur l'inflation au premier semestre de 2009. L'incidence à la baisse des effets de base a encore quelque peu augmenté en juin et juillet, les mois où l'inflation a

atteint un sommet en 2008. Le rôle des effets de base est plus marqué en Belgique que dans la zone euro, étant donné que l'inflation y avait augmenté beaucoup

plus vigoureusement en 2008. Au mois d'août 2009, l'incidence à la baisse des effets de base a toutefois commencé à s'affaiblir de sorte que, toutes autres choses restant égales par ailleurs, la tendance baissière de l'inflation devrait s'inverser. On ne peut toutefois pas dire avec certitude si ce phénomène se produira effectivement, ni connaître son amplitude. En effet, l'inflation des prochains mois sera déterminée non seulement par l'impact mécanique de ces effets de base, mais également par les évolutions de prix durant cette période, lesquelles dépendront à leur tour des mouvements de prix des matières premières et de la pression sur les prix résultant de la situation économique générale.

Les baisses de prix vont-elles se prolonger ?

Les anticipations d'inflation jouent un rôle crucial dans la détermination de l'inflation aujourd'hui et sont dès lors importantes pour évaluer les risques de déflation éventuels existant actuellement et dans un futur proche. Elles sont également capitales dans la détermination de l'orientation de la politique monétaire : dans le cas de taux directeurs nominaux très bas, l'action sur les anticipations d'inflation devient l'instrument majeur, sinon le seul instrument, permettant d'influencer les taux réels (cf. supra). Une analyse précise de l'évolution des anticipations d'inflation s'avère donc essentielle.

Dans le cadre de l'enquête mensuelle auprès des consommateurs de la Commission européenne, une question est posée concernant l'évolution attendue des prix à la consommation au cours des douze prochains mois, par rapport à celle des douze derniers mois. Cette statistique est convertie en un indicateur d'inflation comparable à l'IPCH par le biais d'une procédure de standardisation. Il en ressort que l'inflation attendue calculée à partir de ces statistiques a sensiblement reculé depuis la mi-2008, tant dans la zone euro qu'en Belgique, et qu'elle est même devenue légèrement négative au cours des derniers mois. Ce mouvement correspond aux prévisions établies sur la base d'autres sources et confirme ainsi la valeur informative de cette mesure pourtant qualitative.

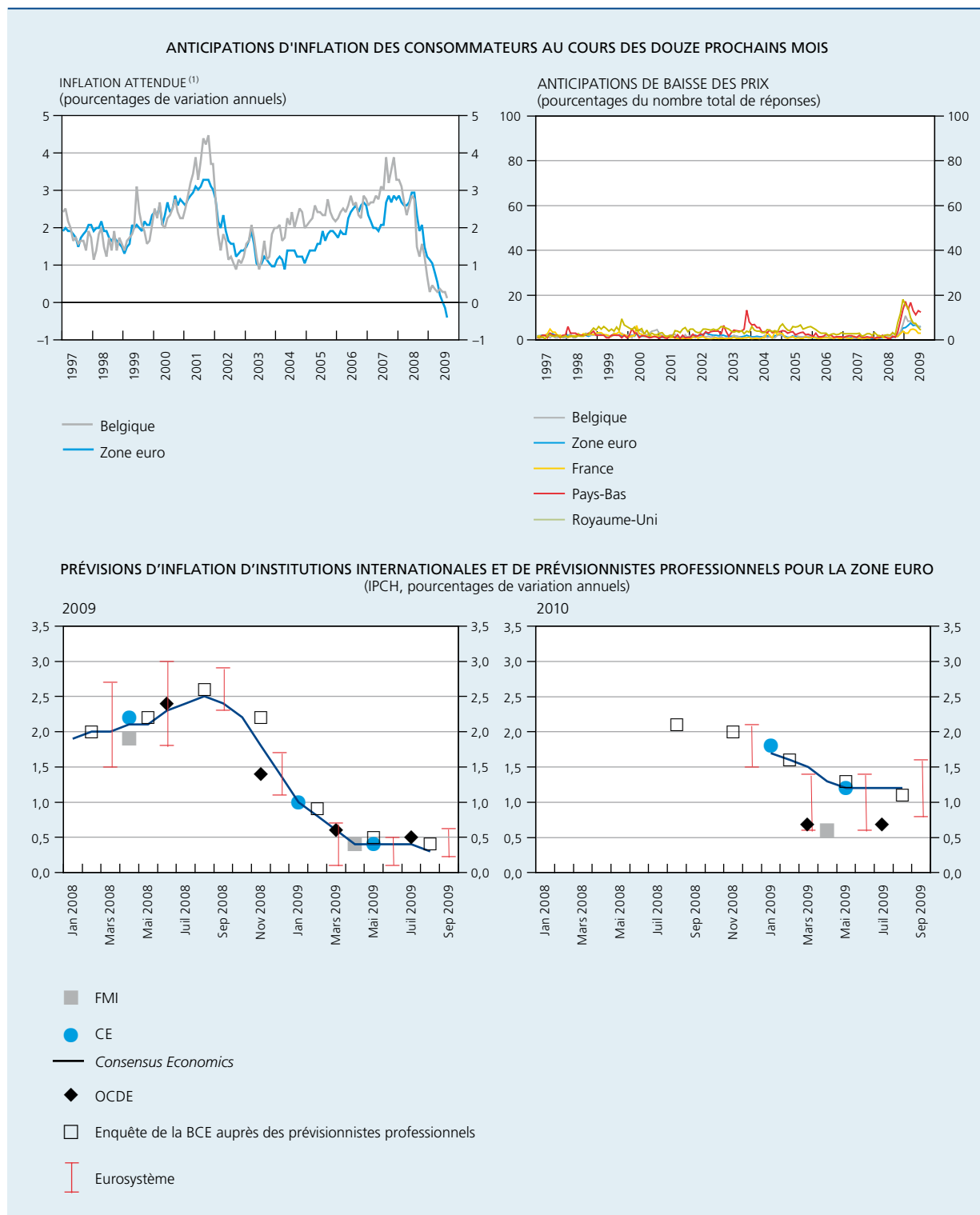
Il est intéressant, pour l'analyse du risque de déflation, d'examiner quelle proportion des consommateurs répond s'attendre à une baisse des prix à la consommation. Dans le passé, cette proportion était négligeable, à l'exception d'une légère progression observée aux Pays-Bas en 2003, lorsque le pays avait été touché par une contraction de l'activité associée à une guerre des prix dans le secteur de la distribution. Depuis peu, une part croissante des consommateurs de différents pays de la zone euro prévoit

une diminution des prix, mais ce pourcentage reste globalement limité.

Les prévisions d'inflation pour la zone euro réalisées par les organisations internationales et par d'autres prévisionnistes professionnels ont été sensiblement revues à la baisse depuis septembre 2008. Cela a été principalement le cas pour 2009 et, dans une moindre mesure, pour 2010, ce qui indique que ces prévisionnistes professionnels partent de l'hypothèse que l'inflation va de nouveau légèrement s'accroître par rapport au faible niveau qu'elle devrait atteindre en 2009. Ce point de vue est conforme au recul susmentionné de l'incidence à la baisse des effets de base. Toutefois, les prévisions les plus récentes pour 2010 sont clairement en deçà de la limite supérieure de la définition quantitative de la stabilité des prix utilisée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Tous les prévisionnistes prévoient néanmoins toujours une inflation positive en 2010. Dans le même temps, l'incertitude s'est considérablement renforcée. Le fait que la dispersion des prévisions effectuées au premier semestre 2009 pour 2010 est plus importante que celle des prévisions effectuées au premier semestre 2008 pour 2009 l'atteste. L'horizon des prévisions étant identique dans les deux cas, cette dispersion plus élevée n'est pas imputable à des facteurs techniques, mais indique effectivement une plus grande incertitude intrinsèque pour les exercices les plus récents. Ce sont essentiellement les prévisions de l'OCDE et du FMI qui s'écartent nettement à la baisse des autres prévisions.

Une autre source importante de mesure des anticipations d'inflation dans la zone euro est l'enquête trimestrielle de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels. La valeur ajoutée de cette enquête réside non seulement dans le nombre élevé de participants – entre quarante et soixante –, mais aussi dans la fourniture d'informations relatives aux anticipations d'inflation à un, deux et cinq ans respectivement, en plus des prévisions concernant l'année civile en cours et la suivante. L'anticipation à cinq ans est particulièrement importante : en effet, s'agissant d'une anticipation à long terme, elle fournit des indications sur la crédibilité de la politique monétaire. Ces données montrent une fois encore que les prévisionnistes professionnels ont revu leurs prévisions à la baisse depuis septembre 2008, mais que l'ampleur de cette révision se réduit avec l'horizon temporel. D'après l'enquête la plus récente, la prévision moyenne d'inflation à un an (en fait, juin 2010) s'établit à 1,2 p.c., celle à deux ans (juin 2011) atteint 1,6 p.c. et celle à cinq ans 2 p.c. Même si les anticipations d'inflation à long terme restent ancrées à un niveau correspondant à la définition quantitative de la stabilité des prix, les données font apparaître que l'on table sur une certaine persistance de l'écart à la baisse

GRAPHIQUE 5 ANTICIPATIONS D'INFLATION À COURT TERME



Sources : CE, FMI, OCDE, Consensus Economics, BCE, BNB.

(1) Solde des réponses à l'enquête de la CE, converti en un indicateur d'inflation comparable à l'IPCH selon la procédure de standardisation décrite dans Aucremanne, L., M. Collin et T. Stragier (2007).

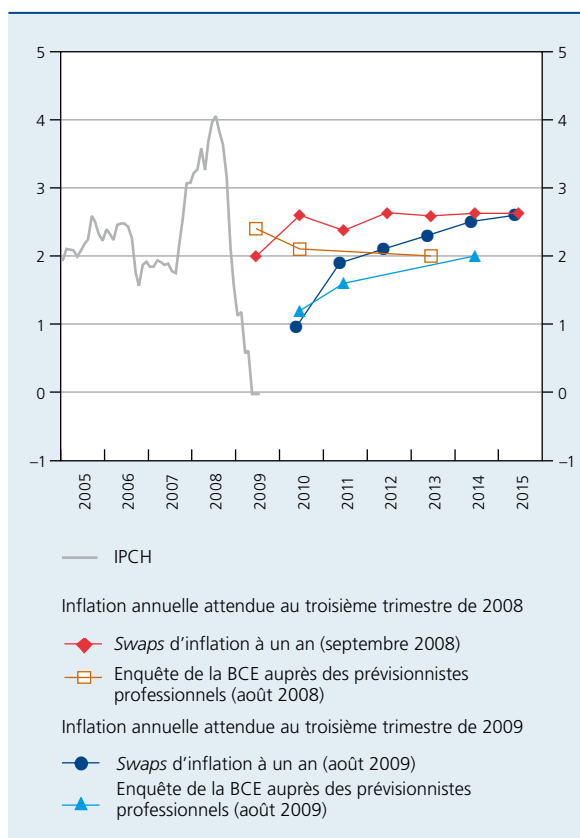
entre l'inflation et ses anticipations à long terme (au moins jusqu'en 2011).

Les anticipations d'inflation peuvent également être déduites de certains instruments des marchés financiers, tels que les obligations indexées et les *swaps* d'inflation, mais ces mesures doivent être interprétées avec une certaine prudence en cette période de volatilité accrue sur les marchés financiers. Cette réserve s'applique moins aux *swaps* d'inflation qu'aux anticipations d'inflation déduites des obligations indexées (BNB, 2009). C'est donc sur ces *swaps* que se base l'analyse ci-après. Les taux au comptant des *swaps* d'inflation permettent de calculer les taux à terme implicites des *swaps* d'inflation à un an, ces derniers reflétant pour les différentes périodes l'inflation IPCH attendue pour l'année suivante⁽¹⁾. La valeur ajoutée de ces taux à terme implicites réside dans le fait que, contrairement aux enquêtes réalisées auprès des prévisionnistes professionnels, ils fournissent également des informations pour des horizons intermédiaires, c'est-à-dire pas uniquement à un, deux et cinq ans, mais aussi à trois et quatre ans. Ainsi, en septembre 2008, l'inflation attendue pour juin s'établissait à 2 p.c. pour l'année 2009 et à environ 2,5 p.c. pour les années suivantes, soit un niveau qui n'est pas nécessairement en contradiction avec la définition de la stabilité des prix, étant donné que les *swaps* d'inflation comportent également, outre l'anticipation d'inflation proprement dite, des primes de risque et de liquidité non négligeables. Depuis septembre 2008 néanmoins, les anticipations d'inflation pour les cinq à six prochaines années ont été revues à la baisse, principalement mais pas exclusivement pour les horizons les plus courts. Si l'on se base sur les *swaps* d'inflation d'août 2009, on constate que les marchés financiers n'anticipent pas une inflation négative ou une déflation, mais bien un retour très progressif de l'inflation à des niveaux correspondant à la stabilité des prix. Il apparaît néanmoins que les anticipations à long terme sont restées bien ancrées. Si une période plus longue d'écarts à la baisse par rapport à la définition quantitative de la stabilité des prix devait effectivement survenir, le risque existe que les agents économiques reviennent graduellement à la baisse leur perception de l'objectif d'inflation de l'Eurosystème, ce qui accroîtrait évidemment le risque de déflation.

Cette évolution s'est aussi reflétée dans les projections d'inflation publiées en septembre 2009 par l'Eurosystème. Ces projections font partie d'un exercice macroéconomique cohérent et tiennent par conséquent compte des perspectives pour l'économie réelle⁽²⁾. Pour la zone euro, après avoir été négative durant l'été, en raison principalement d'effets de base, il est attendu que l'inflation augmente à nouveau légèrement. Selon les prévisions, l'inflation variera entre 0,8 et 1,6 p.c. en 2010. Ceci présuppose que l'inflation sous-jacente va poursuivre son

GRAPHIQUE 6 ANTICIPATIONS D'INFLATION À PLUS LONG TERME POUR LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Sources : Bloomberg, CE, BCE.

(1) Taux à terme implicite d'un *swap* d'inflation à un an.

repli, compte tenu de la disparition de la contribution négative de l'énergie. D'après le centre des intervalles publiés, il apparaît dès lors que le scénario de base ne table pas sur une inflation négative, en dépit du fait qu'en 2010 l'inflation serait nettement en deçà de la limite supérieure de 2 p.c. fixée dans la définition de la stabilité des prix. L'intervalle d'incertitude indique toutefois que des résultats inférieurs ou supérieurs sont possibles. Un recul plus prononcé de l'activité économique et/ou une reprise plus lente que prévu dans les projections de septembre 2009 peut conduire à une inflation plus faible. Un renchérissement des matières premières – les projections de septembre reposaient notamment sur un cours moyen du pétrole brut de 62,4 et 78,9 dollars par baril de Brent

(1) L'indice des prix à la consommation étant publié avec un certain retard, les contrats de *swaps* d'inflation reflètent l'inflation attendue pour le mois précédant de trois mois la date d'échéance du *swap* d'inflation. Ainsi, les contrats échéant en août 2009 reflètent l'inflation attendue pour le mois de mai tandis que les contrats échéant en septembre 2008 reflètent l'inflation attendue pour le mois de juin.

(2) Elles reposent par ailleurs sur les anticipations du marché concernant les taux d'intérêt à court et à long termes et sur les cours implicites du pétrole brut que l'on peut déduire des contrats à terme, tandis que les cours de change bilatéraux ont été maintenus constants à leur valeur de la mi-août.

respectivement en 2009 et en 2010 – et/ou une reprise plus rapide de l'économie peut entraîner une hausse de l'inflation.

Sur le plan qualitatif, les projections d'inflation pour la Belgique publiées en juin 2009 par la Banque s'écartent peu de ce profil. Une brève période d'inflation négative au cours de la période mai-octobre 2009 serait suivie d'une légère accélération de l'inflation, laquelle s'établirait en moyenne à 1,3 p.c. en 2010. En 2009, l'inflation en Belgique (0,1 p.c. en moyenne) serait légèrement inférieure à celle de la zone euro. Cet écart d'inflation proviendrait du fait que la plus forte incidence baissière de l'énergie – l'inflation en Belgique y est traditionnellement plus sensible – ne serait pas entièrement compensée par le recul, plus lent en Belgique que dans la zone euro, de l'inflation sous-jacente. Ceci laisse à penser que des effets de second tour liés à l'inflation très élevée enregistrée en 2008 se seraient manifestés. L'impact de ce dernier facteur disparaît toutefois graduellement et l'indexation salariale favorisera même la modération salariale en 2010. Les projections d'inflation relatives à la Belgique sont également incertaines. Cette incertitude est même plus grande que pour la zone euro, compte tenu de l'incidence plus prononcée qu'exerce l'évolution du cours du pétrole brut sur l'inflation en Belgique.

Une approche plus large du risque de déflation : la méthodologie du FMI

Alors que ce chapitre s'est jusqu'à présent concentré sur l'inflation et sur les anticipations d'inflation, il importe aussi de considérer un ensemble plus large de variables économiques en vue d'identifier de possibles risques déflationnistes. La déflation n'est en effet pas un phénomène qui se reflète uniquement dans l'évolution des prix étant donné qu'elle est de nature macroéconomique et qu'il existe d'évidentes interactions entre l'évolution des prix et de l'activité. En outre, les observations du passé montrent que la déflation est très difficile à prévoir. En effet, les rigidités dans la formation des prix et des salaires freinent dans un premier temps une baisse sensible de l'inflation (sous-jacente), alors que, dans les faits, elles peuvent masquer une forte pression baissière résultant d'un faible degré d'utilisation des capacités de production. Enfin, les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation doivent être interprétés avec toute la prudence qui s'impose. En effet, ils sont établis non seulement sur la base de l'incidence attendue des chocs économiques, mais aussi en fonction de la réaction de politique (monétaire) attendue⁽¹⁾. Si les agents économiques estiment que les autorités vont tout mettre en œuvre pour éviter la déflation, les anticipations

d'inflation demeureront largement stables, surtout à long terme. On ne peut pas pour autant en déduire que la politique doit rester neutre.

Une approche plus large s'impose donc. Le FMI a développé à cette fin une méthodologie visant à présenter une large gamme de variables pertinentes de manière synthétique. Le FMI a ainsi créé le *deflation vulnerability indicator* (« indicateur de vulnérabilité à la déflation ») (FMI (2003) et Decressin et Laxton (2009)). Le FMI a sélectionné onze variables pertinentes pour la détection des risques déflationnistes. Un seuil est associé à chacune de ces variables. Lorsqu'une variable est inférieure à son seuil, la valeur binaire 1 est accordée, ce qui traduit un risque déflationniste accru. Dans le cas contraire, la valeur binaire 0 est accordée. La moyenne de ces scores binaires fournit un indicateur standardisé prenant des valeurs comprises entre 0 et 1. Une valeur élevée (faible) de cet indicateur synthétique reflète un risque déflationniste élevé (faible). Compte tenu de sa construction, cet indicateur ne peut toutefois pas être interprété comme le calcul du pourcentage de risque de déflation. Dans le cadre du présent article, un indicateur synthétique a pu être calculé jusqu'au deuxième trimestre de 2009 inclus⁽²⁾. L'encadré 2 présente les onze variables sélectionnées ainsi que leur seuil respectif.

Comme on pouvait s'y attendre, la valeur de l'indicateur est élevée pour le Japon sur l'ensemble de la période observée. Une augmentation du risque a aussi été observée pour certains pays à la fin de 2002 et en 2003. Au cours de cette période, ce sont surtout la Suisse et la zone euro qui ont présenté un risque accru de déflation. Le FMI (2003) avait insisté à l'époque sur une hausse du risque de déflation en Allemagne. En revanche, l'indicateur pour les États-Unis était demeuré étonnement bas en 2002-2003. Ce dernier résultat, reposant certes sur un indicateur relativement rudimentaire, est conforme aux conclusions d'autres études montrant que la politique monétaire y avait peut-être surestimé le risque déflationniste et avait été par conséquent trop accommodante. Taylor (2009) soutient par exemple que la politique monétaire a été trop laxiste et Jarocinsky et Smets (2008) estiment que cette politique monétaire laxiste a contribué au *boom* des prix de l'immobilier résidentiel aux États-Unis.

(1) Cf. également Gerlach (2009).

(2) Dans la méthodologie initiale du FMI, certaines réponses ont été pondérées en fonction de la taille relative du marché des actions et du marché du crédit bancaire. Tel n'est pas le cas dans nos propres calculs. De petits écarts par rapport aux résultats publiés précédemment par le FMI peuvent aussi être attribuables à l'utilisation de bases de données différentes et/ou de révisions. Les données utilisées dans le présent article sont trimestrielles.

Encadré 2 – Mesure du risque déflationniste selon la méthodologie du FMI

L'indicateur synthétique du risque déflationniste du FMI se compose de onze sous-indicateurs et des seuils y afférents, lesquels sont présentés ci-après. Ils peuvent être classés en quatre catégories. Premièrement, trois mesures générales de l'inflation sont prises en considération, dans la mesure où une faible inflation est logiquement considérée comme potentiellement problématique. Une déflation néfaste étant associée à un choc négatif de la demande, une série de variables se concentrant sur l'ampleur du choc de la demande et plus particulièrement sur l'importance des surcapacités de production dans l'économie a aussi été sélectionnée. L'évolution des prix des actifs est également un sous-indicateur. En effet, si certaines périodes déflationnistes néfastes sont précédées d'un *boom-bust* cycle des prix des actifs, l'évolution de ces derniers a de surcroît un effet majeur, qui peut être aggravant, sur le choc négatif de la demande par le biais d'effets de revenus et de richesse. Enfin, quatre sous-indicateurs sont axés sur les conditions monétaires, compte tenu du fait que la politique monétaire joue un rôle prépondérant dans la survenance ou non de la déflation.

LES ONZE QUESTIONS DE L'INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU RISQUE DÉFLATIONNISTE DU FMI

Mesures de l'inflation

L'inflation totale annuelle est-elle inférieure à 0,5 p.c. ?

Le déflateur du PIB a-t-il augmenté de moins de 0,5 p.c. au cours de l'année précédente ?

L'inflation sous-jacente annuelle est-elle inférieure à 0,5 p.c. ?

Degré d'utilisation des capacités de production

L'écart de production a-t-il diminué de plus de 2 points de pourcentage au cours des quatre trimestres précédents ?

L'écart de production est-il inférieur à -2 p.c. ?

La croissance réelle moyenne du PIB au cours des trois dernières années est-elle inférieure à deux tiers de la croissance réelle moyenne du PIB durant les dix années précédentes ?

Prix des actifs

Les prix des actions ont-ils reculé de plus de 30 p.c. ces trois dernières années ?

Conditions monétaires

Le cours de change effectif réel s'est-il apprécié de plus de 4 p.c. durant l'année précédente ?

La croissance annuelle des crédits est-elle inférieure à la croissance nominale du PIB ?

La croissance cumulative des crédits a-t-elle été inférieure à 10 p.c. ces trois dernières années ?

La croissance de la masse monétaire large a-t-elle été inférieure de 2 points de pourcentage à celle de la base monétaire les deux années précédentes ?

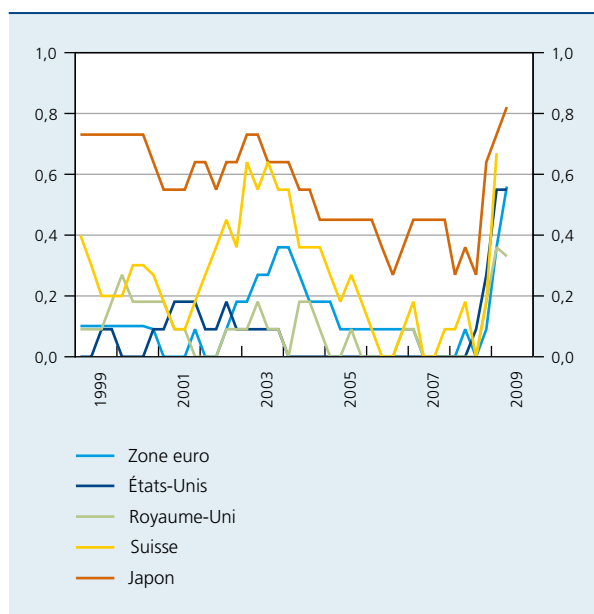
Dans le cadre de l'interprétation de cet indicateur, il convient de préciser que ce dernier ne tient pas compte des anticipations d'inflation (en l'absence de mesures comparables entre les différents pays) et que les surcapacités de production sont extrêmement difficiles à mesurer précisément, du moins en temps réel. Enfin, la détermination du seuil afférent à chaque sous-indicateur n'est pas le fruit du hasard. Ces seuils sont surtout basés sur les expériences du Japon dans les années 1990, en raison du nombre limité de périodes déflationnistes récentes. Le fait que l'indicateur témoigne d'un risque déflationniste accru au Japon à la fin des années 1990 et au début des années 2000 n'est dès lors pas une surprise.

S'agissant de la période la plus récente, le risque déflationniste s'est substantiellement accru dans presque toutes les économies industrialisées, à la fois au dernier trimestre de 2008 et au cours des deux premiers trimestres de 2009. Le risque déflationniste est surtout considérable au Japon et en Suisse. Il n'est pas négligeable dans la zone euro ni

aux États-Unis; le risque déflationniste y est clairement plus grand que lors de la période 2002-2003.

Le fait que cet indicateur témoigne clairement d'un risque déflationniste accru n'est pas sans lien avec la politique monétaire menée dans les pays concernés depuis

GRAPHIQUE 7 INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU RISQUE DE DÉFLATION SELON LA MÉTHODOLOGIE DU FMI ⁽¹⁾
(moyenne des scores binaires des onze indicateurs partiels)



Sources: FMI, BNB

(1) Cf. FMI (2003) et la mise à jour proposée dans Decressin et Laxton (2009).

septembre 2008. Compte tenu de la forte régression de la pression inflationniste (et d'une menace de déflation), les taux directeurs ont été abaissés à un rythme sans précédent dans toutes ces économies et une politique monétaire expansionniste a été soutenue par l'adoption de mesures non conventionnelles. L'opposition entre la hausse du risque déflationniste mise en avant par la méthodologie du FMI et les observations précédentes selon lesquelles de nombreux autres indicateurs ne faisaient état que d'un risque limité n'est qu'une apparence. Ce paradoxe peut s'expliquer comme suit. Les prévisions et les anticipations d'inflation disponibles incorporent non seulement l'incidence attendue des chocs économiques mais aussi la forte réaction de politique monétaire et, dans de nombreux cas, l'anticipation (implicite) de nouvelles actions si la pression déflationniste venait à se manifester. C'est précisément en raison du rôle stabilisateur de la politique que le risque *ex post* est nettement inférieur au risque *ex ante* de déflation. L'indicateur du FMI mesure sans doute plus précisément ce risque *ex ante*. Ce constat doit inciter les autorités à rester vigilantes et, le cas échéant, à adopter des mesures appropriées et fermes. Les options de politique économique en cas de risque accru de déflation ou de déflation tout court sont examinées en détail dans le chapitre suivant.

4. Options de politique dans un environnement déflationniste

Le rôle crucial joué par la politique monétaire dans le processus de déflation a déjà été souligné dans le présent article. Les économistes s'accordent généralement sur le fait que la politique économique, qu'elle soit monétaire, budgétaire ou une combinaison des deux, est toujours en mesure de créer de l'inflation (Bernanke, 2002), de sorte qu'une déflation persistante peut en fin de compte être considérée soit comme une option de politique, soit comme un échec de la politique (Buitier, 2003). Ce chapitre examine les différentes options de politique, en se référant à des exemples tirés du passé récent.

Mieux vaut prévenir que guérir

Nous avons déjà attiré l'attention sur le fait que la déflation peut s'accompagner d'un certain nombre de mécanismes amplificateurs qui n'apparaissent pas en cas d'inflation. Il est dès lors beaucoup plus difficile de relancer une économie déflationniste que de freiner les tensions inflationnistes dans une économie surchauffée. Par conséquent, dans le cas de la déflation, plus que jamais il vaut mieux prévenir que guérir.

Des mesures de prévention contre la déflation peuvent déjà être appliquées en période « non suspecte », lors de la définition de la stratégie de politique monétaire, en établissant une sorte de marge de sécurité contre les risques déflationnistes. C'est pourquoi les banques centrales définissent généralement la stabilité des prix comme une inflation basse, mais strictement positive. Ainsi, depuis 2003, la stabilité des prix dans la zone euro a été définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE comme une progression sur un an de l'IPCH inférieure à 2 p.c. – *mais proche de ce niveau* – dans la zone euro. Lorsque la précision « mais proche de ce niveau » a été apportée en mai 2003, elle renvoyait explicitement aux risques de déflation. Cette marge de sécurité réduit la probabilité qu'en cas de choc négatif important affectant la demande, les taux directeurs atteignent leur limite inférieure. Ce dernier argument a été un des éléments pris explicitement en considération lors de la détermination de cette marge de sécurité pour la zone euro (Coenen, 2003). Il s'est en effet avéré que le risque que les taux directeurs atteignent leur limite inférieure augmentait de façon non linéaire pour des objectifs d'inflation inférieurs à 2 p.c. Il convient bien entendu d'évaluer l'avantage de la création d'une telle marge au regard des coûts éventuels d'une inflation positive dans des circonstances normales. L'objectif d'inflation d'autres banques centrales dotées

d'un tel objectif explicite se situe généralement entre 1 et 3 p.c.

Un objectif d'inflation quantitatif offre en outre une norme claire pour les anticipations d'inflation, de sorte que celles-ci peuvent être mieux ancrées et que le risque d'une spirale déflationniste diminue. Les banques centrales qui ont un objectif d'inflation explicite, comme l'Eurosystème, sont donc en principe mieux armées dans la lutte contre la déflation que celles qui n'en ont pas.

Ces éléments impliquent qu'un recul de l'inflation et des anticipations d'inflation sous le seuil associé à la stabilité des prix peut conduire à une adaptation de l'orientation de la politique monétaire, tout comme un dépassement de ce seuil. Un tel objectif symétrique de stabilité des prix – il existe en effet des risques à la hausse, mais aussi à la baisse pour la stabilité des prix – doit d'emblée être mis en évidence et systématiquement appliqué, afin de disposer d'une crédibilité suffisante lorsqu'un risque réel de déflation apparaît.

Lorsqu'à la suite d'une détérioration soudaine et sévère des données économiques fondamentales, un risque réel de déflation survient, la politique monétaire doit réagir de façon proactive – c'est-à-dire plus vigoureusement que dans des circonstances normales – par une baisse rapide et marquée des taux directeurs (cf. Ito (2009) et Orphanides (2009)). Lorsque les taux nominaux diminuent plus rapidement que les anticipations d'inflation, la politique monétaire peut garder un caractère suffisamment expansionniste via une réduction des taux réels, ce qui exerce un effet stabilisateur sur l'économie et contrecarre *in fine* le recul des anticipations d'inflation, de sorte que le risque que les taux directeurs atteignent effectivement leur limite inférieure se réduit. L'existence d'une limite inférieure pour les taux directeurs implique donc que l'instrument des taux soit utilisé de manière plus agressive que dans une situation (hypothétique) sans seuil (Adam et Billi, 2006) et qu'un usage mesuré de cet instrument, par exemple pour se réserver la possibilité de réduire encore les taux, n'est absolument pas indiqué dans de telles circonstances.

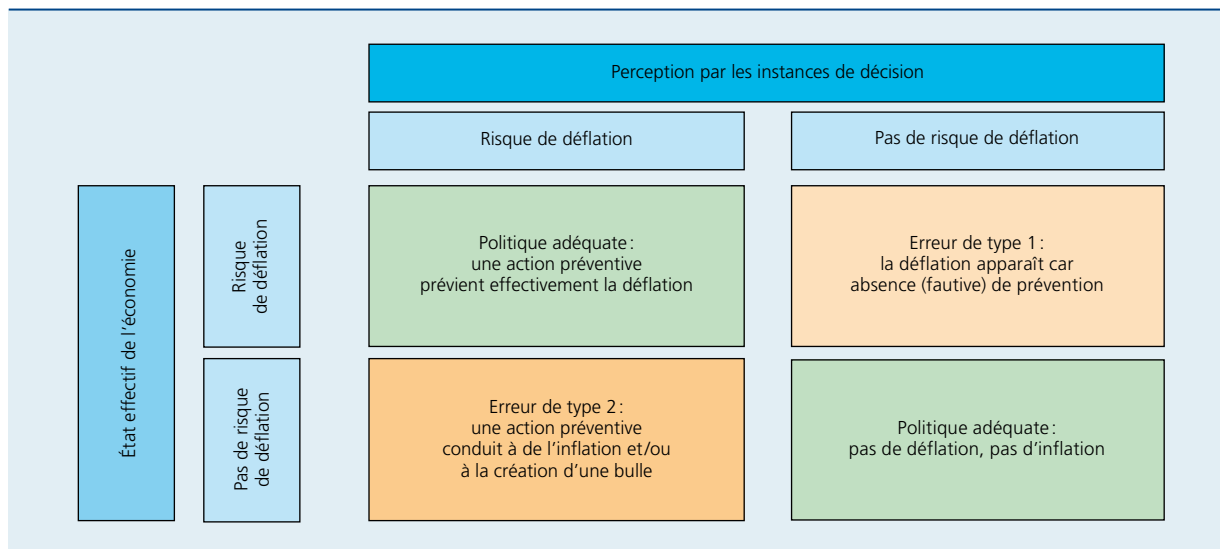
L'on notera que cette limite inférieure est en théorie égale à zéro, mais que dans la pratique, il faut tenir compte du fait qu'un taux très bas peut nuire à la rentabilité des banques et d'autres organismes financiers, ce qui a une incidence sur la transmission des impulsions données par la politique monétaire et sur la stabilité financière. Un des facteurs intervenant dans ce cadre est le fait que les banques appliquent, pour les dépôts de leurs clients, des taux d'intérêt qui s'écartent à la baisse des taux directeurs. Une fois que ces taux ont atteint leur

niveau zéro – ce qui arrive avant que les taux directeurs n'en fassent autant –, tout nouvel assouplissement de la politique monétaire exercera une pression sur la marge d'intérêt des banques, ou ne sera pas entièrement répercuté sur les taux débiteurs. Les conséquences d'une telle politique doivent être appréciées en prenant en compte le fait qu'un assouplissement supplémentaire exerce également des effets positifs sur la rentabilité du secteur financier, par le biais de l'amélioration de la conjoncture macroéconomique qu'elle doit en principe entraîner. Dans la pratique, il apparaît que, dans des circonstances exceptionnelles, les banques centrales adoptent des taux directeurs très bas, mais qui restent néanmoins strictement positifs⁽¹⁾.

Outre la réduction des taux directeurs, les banques centrales peuvent prendre des mesures de politique monétaire dites non conventionnelles, comme elles l'ont fait ces derniers mois. La motivation des mesures récentes, présentées succinctement ci-après, était triple. Tout d'abord, de la liquidité supplémentaire a été fournie pour garantir la stabilité financière, en d'autres termes, les banques centrales ont pleinement joué leur rôle de prêteur en dernier ressort au cours de la crise. Ensuite, certaines de ces mesures visaient à rétablir le bon fonctionnement des marchés monétaire et interbancaire et d'autres segments des marchés du crédit, afin que le mécanisme de transmission monétaire puisse continuer à fonctionner le mieux possible. Enfin, quelques mesures étaient inspirées par le fait que, dans certaines économies, les taux directeurs avaient été ramenés à un niveau très proche du minimum absolu. Une fois que les taux directeurs ont atteint ce seuil, la politique monétaire n'est toutefois pas impuissante par rapport à une pression déflationniste persistante. Dans de telles circonstances, l'accent de la politique monétaire peut en effet se déplacer de l'instrument traditionnel, c'est-à-dire les taux à court terme, vers d'autres aspects de la politique monétaire, tels que la quantité de liquidités, l'ampleur et la composition du bilan des banques centrales et le pilotage des taux d'intérêt à plus long terme. Il convient de souligner que toutes les mesures complémentaires prises récemment n'étaient pas explicitement liées au risque de déflation. Une telle association est en effet moins évidente pour les premier et deuxième types de mesures. Elles contribuent toutefois aussi, du moins indirectement, à la réduction des risques de déflation.

(1) Une exception à cela est la banque centrale de Suède qui a abaissé son taux principal à 0,25 p.c. le 8 juillet. Étant donné que la différence entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt a été maintenue à 100 points de base, le taux de la facilité de dépôt a été baissé à -0,25 p.c.

GRAPHIQUE 8 COMPLEXITÉ DE LA CONDUITE DE LA POLITIQUE « EN TEMPS RÉEL »



À côté de la politique monétaire, la politique budgétaire peut aussi contribuer à la limitation des risques déflationnistes. Lorsque des périodes de déflation vont de pair avec des risques pour la stabilité financière – ce qui est souvent le cas –, il est essentiel que les problèmes de solvabilité des banques soient traités sans retard. En effet, une des leçons qui peut être tirée de la stagnation de l'économie japonaise dans les années 1990 et 2000 est que les hésitations dans ce domaine ont allongé la période de crise. La politique budgétaire peut également créer des incitants macroéconomiques, par le biais des stabilisateurs dits automatiques, dont l'effet peut être renforcé par un plan d'action complémentaire. Pour que la politique budgétaire soit couronnée de succès, elle doit être centrée le plus possible sur des mesures produisant un effet multiplicateur maximal. Il convient en outre de veiller à la soutenabilité à long terme des finances publiques, au risque de voir apparaître des effets « ricardiens » pesant sur l'efficacité de la politique budgétaire. Cette politique ne peut dès lors pas être menée sans restriction. Un autre article de la présente Revue économique détaille la politique budgétaire menée dans les États membres de l'UE et aux États-Unis.

Étant donné que la déflation survient souvent de manière tout à fait inattendue et qu'il n'est pas facile d'établir une distinction entre un ralentissement sensible de la croissance ou une récession faisant partie d'un cycle économique plus ou moins normal, quoique très prononcé, d'une part, et une récession pouvant entraîner l'apparition d'une spirale déflationniste, d'autre part, la politique est souvent confrontée dans la pratique à un défi complexe : évaluer correctement la situation très

rapidement, en « temps réel » – c'est-à-dire sur la base des données disponibles au moment de la prise de décision – et adopter la réaction de politique appropriée. Étant donné le caractère en « temps réel » des décisions, des erreurs dites de type 1 et de type 2, termes empruntés à la statistique, peuvent être commises. On parle d'erreur de type 1 lorsque la politique n'est pas centrée sur la prévention de la déflation, alors qu'il existe un réel danger déflationniste. Le risque est grand dans ce cas que de la déflation survienne effectivement, eu égard à la sous-estimation du risque déflationniste et à la réaction de politique trop modérée. Une erreur de type 2 consiste à mener une politique résolument anti-déflationniste, alors qu'il n'existe aucun risque déflationniste réel. Il en résultera une politique trop accommodante qui conduira à de l'inflation et/ou à l'apparition d'une bulle. À la suite de l'éclatement de celle-ci, la politique peut de nouveau être confrontée à des défis importants, éventuellement même à des risques déflationnistes. Une erreur de type 1 est généralement considérée comme plus grave en raison des coûts importants qu'engendre une période déflationniste en termes de bien-être. Par rapport à une erreur de type 1, celle de type 2 peut être considérée comme le paiement d'une prime d'assurance. Mais le coût de la prime d'assurance peut dans certains cas s'avérer très élevé, les erreurs de type 2 pouvant également avoir des conséquences non négligeables. Ainsi, une analyse *ex post* de la politique monétaire des États-Unis en 2003-2004 pourrait conduire à la conclusion que le risque déflationniste a été surestimé et donc qu'une politique monétaire trop expansionniste a été menée, ce qui a pu contribuer à l'apparition d'une bulle sur les marchés immobilier et du crédit. L'éclatement de

cette bulle est à son tour à l'origine des problèmes économiques actuels.

Tous ces éléments rendent la conduite de la politique plus complexe, surtout en ce qui concerne l'application de l'adage : « mieux vaut prévenir que guérir ».

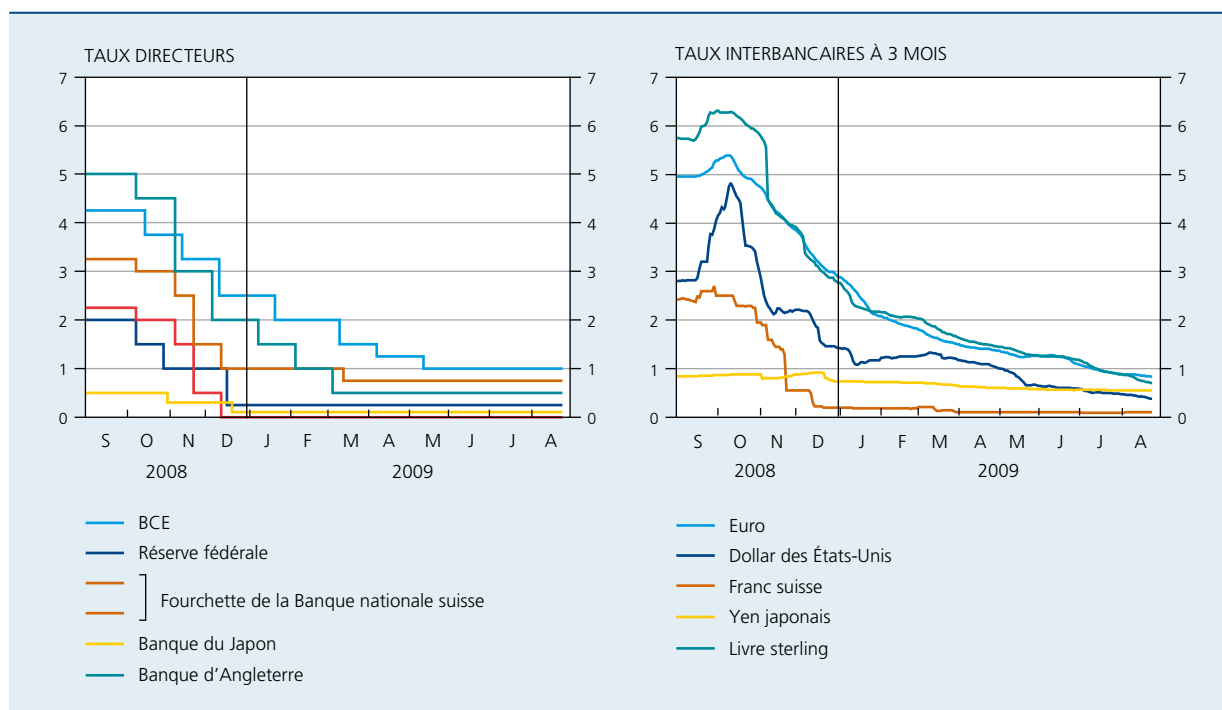
Bref aperçu de la politique menée à partir de septembre 2008

Lorsqu'à partir de septembre 2008, les troubles financiers se sont transformés en une véritable crise économique et financière exerçant une incidence significative sur l'économie réelle, les principales banques centrales ont toutes réduit sensiblement leurs taux directeurs, compte tenu de la pression à la baisse qui s'exerçait sur l'inflation. La première intervention, début octobre, a pris la forme d'une action concertée ; les banques centrales ont ensuite continué de réduire leurs taux directeurs au fur et à mesure que le choc négatif affectant la demande s'intensifiait et que la pression (attendue) sur les prix diminuait. Les baisses de taux cumulées dans les différents pays et leur succession rapide montrent que toutes les banques centrales ont opté pour un assouplissement marqué de leur politique monétaire, en vue de réaliser leurs objectifs et de réduire ainsi le risque de déflation. Les différences entre les taux

directeurs des diverses économies sont généralement plus importantes que celles entre les taux du marché monétaire, plus pertinents pour la transmission à l'économie. Ainsi, le taux directeur britannique est nettement inférieur à celui de la zone euro, mais l'Euribor à trois mois est à peu près au même niveau que le Libor à trois mois. Lorsqu'on compare la zone euro avec les États-Unis, la différence est également moins marquée pour le taux du marché monétaire à trois mois que pour le taux directeur.

Depuis l'éclatement de la crise financière, la plupart des banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles, en plus de ces réductions de taux importantes. Certaines mesures, comme la fourniture de liquidités aux fins de garantir la stabilité financière, ont été mises en œuvre quel que soit le niveau des taux directeurs. D'autres mesures, en revanche, ont eu pour objectif explicite de poursuivre l'assouplissement de la politique monétaire. Cela signifie concrètement que la banque centrale tente de piloter à la baisse les taux réels du marché, éventuellement ceux à plus long terme, soit en influençant les écarts de taux, soit en maintenant ou en créant des anticipations d'inflation positives suffisantes. Un bref aperçu schématique de ces mesures non conventionnelles est présenté ci-après, étant entendu que toute approche exhaustive sortirait du cadre du présent article. Une répartition en six grandes catégories s'est avérée utile

GRAPHIQUE 9 TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Source : Thomson Reuters Datastream.

TABLEAU 1 POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE

	Eurosystème	Réserve fédérale	Banque du Japon	Banque d'Angleterre	Banque nationale suisse
Large octroi de liquidités	X	X	X	X	X
Assouplissement quantitatif			X (jusqu'en mars 2006)		
Assouplissement du crédit					
Obligations d'État		X	X	X	
Titres de créance privés	X	X	X	X	X
Communication sur la future trajectoire des taux		X			
Taux de change					X
Objectif de niveau des prix					

à cet égard, même si des classifications un peu différentes sont parfois utilisées dans la littérature.

Depuis l'émergence des turbulences financières en juillet 2007, presque toutes les banques centrales ont commencé par octroyer davantage de liquidités. À cette fin, les opérations de refinancement ont été ouvertes à un éventail plus large de contreparties, des liquidités ont été accordées en devises par les banques centrales et/ou la manière dont les liquidités demandées sont octroyées a été adaptée. Par ailleurs, la plupart des banques centrales ont de plus en plus fourni des liquidités à plus long terme et la liste des garanties éligibles a été élargie. Cet apport plus abondant de liquidités visait principalement à éviter que les besoins de liquidité auxquels devaient faire face des institutions individuelles, compte tenu du non-fonctionnement du marché interbancaire, se transforment en risques pesant sur la solvabilité et accroissent le risque systémique. Il a en outre réduit l'incertitude quant aux besoins de financement des institutions financières et a contribué à compenser la contraction des multiplicateurs monétaires et de crédit, ce qui a probablement eu un effet de soutien sur l'octroi de crédits de ces institutions. Cette politique était donc motivée par des raisons de stabilité financière et, dans une certaine mesure, de politique monétaire.

De son côté, l'assouplissement quantitatif se concentre sur le passif du bilan des banques centrales, et plus particulièrement sur les réserves des banques. L'élargissement voulu des réserves des banques par le biais des opérations d'*open market*, comme l'achat de titres publics, devrait en principe accroître l'octroi de crédits ou conduire à la détention d'actifs plus risqués, ou encore à maintenir ou à générer des anticipations d'inflation suffisamment élevées. Seule la Banque centrale du Japon a, dans un

passé récent, appliqué explicitement un assouplissement quantitatif, entre mars 2001 et mars 2006. Nonobstant le fait que la base monétaire a crû de quelque 70 p.c. au cours de la période visée, l'effet sur les anticipations d'inflation a été négligeable. Svensson (2009) attribue ce phénomène à l'incapacité d'une banque centrale à créer de manière crédible l'anticipation d'une hausse permanente de la masse monétaire et, partant, à avoir un effet positif sur le niveau des prix attendu. En effet, rien n'empêche la banque centrale de réduire ultérieurement la masse monétaire. De nombreuses mesures adoptées aujourd'hui, comme l'octroi plus abondant de liquidités, entraînent dans les faits une extension du bilan des banques centrales et, dans de nombreux cas, une progression du niveau de la base monétaire. Elles ne sont cependant pas, ou du moins beaucoup moins explicitement, englobées dans l'assouplissement quantitatif, dans la mesure où elles se concentrent plutôt sur l'actif du bilan des banques centrales. Dans le cas spécifique de l'Eurosystème, il convient en outre de préciser qu'aucun objectif n'a été fixé concernant le niveau des réserves de base monétaire, une caractéristique essentielle de l'assouplissement quantitatif, étant donné que l'ampleur des réserves détenues par les banques auprès de l'Eurosystème dépend intégralement de la demande des banques et qu'elle n'est pas activement pilotée par l'Eurosystème. Les mesures non conventionnelles adoptées par l'Eurosystème sont examinées dans l'encadré 3.

Les mesures se concentrant sur l'actif du bilan des banques centrales sont souvent qualifiées d'assouplissement du crédit (*credit easing*), un terme qui a été utilisé pour la première fois dans Bernanke (2009). L'assouplissement du crédit met l'accent sur les évolutions qualitatives du bilan des banques centrales, plutôt que sur le simple fait que la plupart de ces mesures engendrent une extension

de celui-ci. L'assouplissement du crédit renvoie généralement à l'achat d'actifs, tels que les titres de créance émis par le secteur privé ou par l'État, les principaux objectifs consistant à créer des conditions de financement plus favorables dans l'économie et/ou à améliorer le fonctionnement de certains segments des marchés du crédit qui ont été durement touchés par la crise financière. Tandis que l'achat de titres de créance du secteur privé a surtout pour objet d'assurer la liquidité sur un certain segment du marché et de réduire les *spreads* pour ces actifs, l'achat de titres publics vise plutôt à aplatir la courbe des taux (sans risque). Les deux contribuent à réduire les *spreads* et à maintenir ou à créer des anticipations d'inflation positives, si bien que les conditions de financement réelles demeurent suffisamment expansionnistes. Les mesures de politique monétaire non conventionnelles les plus récentes décidées par le Conseil des gouverneurs de la BCE lors de ses réunions des 7 mai et 4 juin derniers sont aussi à inclure dans cette catégorie.

La courbe des taux peut par ailleurs être lissée en communiquant sur le niveau futur des taux et, plus spécifiquement, en annonçant, une fois que les taux directeurs ont atteint leur plancher, que ceux-ci resteront à un niveau très bas durant une longue période. Certaines banques centrales comme la Riksbank suédoise et la banque centrale de Norvège publient systématiquement le niveau futur de leurs taux d'intérêt directeurs, même dans des conditions plus normales. Les grandes banques centrales ne le font toutefois pas. Seule la Réserve fédérale a annoncé en décembre 2008, après avoir ramené son taux directeur à 0,25 p.c., qu'elle allait le maintenir à un niveau très bas pendant un certain temps (« *for some time* »).

Dans une économie ouverte, une politique axée sur la dépréciation du cours de change peut aussi assouplir les conditions monétaires et contribuer à la création d'anticipations d'inflation positives⁽¹⁾. Jusqu'à présent, seule la Banque centrale de Suisse a opté pour une telle politique, en annonçant le 12 mars dernier que des mesures seront prises pour éviter une nouvelle appréciation du franc suisse par rapport à l'euro. Ce n'est pas un hasard s'il s'agit de la banque centrale d'une petite économie ouverte. Compte tenu du caractère synchronisé et mondial de la crise actuelle, cet instrument peut difficilement être considéré comme efficace. En effet, toutes les banques centrales ne peuvent pas décider simultanément d'une dépréciation. En outre, une telle politique peut être perçue comme l'exportation des problèmes domestiques (*beggar thy neighbour*) et engendrer des réactions protectionnistes, qui ne feront qu'aggraver la crise.

Enfin, la littérature indique souvent que la poursuite d'un objectif clair en matière de niveau des prix plutôt que d'inflation est susceptible de mieux protéger l'économie contre une spirale déflationniste. Si un tel objectif relatif au niveau futur des prix est crédible, une baisse du niveau des prix, résultant d'un important choc négatif de la demande, engendre automatiquement une hausse des anticipations d'inflation, ce qui exerce un effet baissier supplémentaire sur les taux d'intérêt réels. Un stabilisateur automatique est ainsi actionné. La poursuite d'un objectif en matière de niveau des prix correspond à la poursuite d'un objectif concernant l'inflation moyenne calculée sur une plus longue période, cinq ans par exemple. Alors que le potentiel de stabilisation plus élevé d'une telle stratégie ressort clairement de simulations de modèles, celle-ci n'est appliquée par aucune grande banque centrale à l'heure actuelle. Par ailleurs, Walsh (2009) argumente qu'un contexte déflationniste n'est pas propice à une transition vers une stratégie de ciblage du niveau des prix qui n'a pas encore pu faire ses preuves et manquerait par conséquent de crédibilité.

Le degré d'utilisation de mesures non conventionnelles par les différentes banques centrales et le type de mesures qu'elles ont choisi dépendent de plusieurs facteurs. Les inventories tous sortirait du cadre du présent article, raison pour laquelle seuls les principaux seront brièvement présentés. La situation macroéconomique des économies nationales est naturellement le principal facteur déterminant. On peut considérer qu'un risque accru de déflation conduit en règle générale à une réaction de politique monétaire plus prononcée. Les caractéristiques structurelles des différentes économies ont aussi une influence, principalement sur le choix des mesures. Ainsi, dans la zone euro, la politique monétaire cible actuellement le canal de transmission bancaire, étant donné que l'économie se finance surtout via les banques. En revanche, aux États-Unis et au Royaume-Uni la politique monétaire se concentre plus sur certains segments du marché financier, le financement direct de l'économie via le marché étant nettement plus important dans ces pays. Enfin, les préférences des décideurs peuvent différer, essentiellement au niveau de la prévention des erreurs de type 1 et de type 2, ce qui peut exercer une incidence sur les choix finaux.

(1) Selon certains économistes, il s'agit de la façon la plus efficace de créer des anticipations d'inflation positives (Svensson, 2003).

Encadré 3 – Les mesures de politique monétaire non conventionnelles de l'Eurosystème

Directement après l'aggravation de la crise financière en septembre 2008, l'Eurosystème a adopté une première série de mesures non conventionnelles qui sont toujours en vigueur à l'heure actuelle. Ainsi, depuis le 15 octobre, les liquidités sont fournies à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, si bien que la demande de réserves émanant des banques est pleinement satisfaite. Par ailleurs, une part plus importante des liquidités est octroyée à plus long terme. À cette fin, des opérations de refinancement assorties d'une échéance correspondant à la durée de la période de constitution des réserves (un mois environ) et des opérations de refinancement d'une échéance de six mois sont venues s'ajouter aux opérations à plus long terme de trois mois déjà existantes. De plus, les banques peuvent aussi obtenir auprès de l'Eurosystème des liquidités en dollar des États-Unis et en franc suisse, tandis que des euros sont mis à la disposition d'une série d'autres banques centrales afin de leur permettre de fournir des liquidités en euro à leurs contreparties. Enfin, compte tenu du net accroissement du montant des liquidités octroyées, la liste des garanties éligibles a été temporairement élargie. Il a de plus été annoncé assez rapidement que la plupart de ces mesures resteraient en vigueur jusqu'à la fin de 2009 (au moins).

Une des conséquences de ces mesures est l'apparition d'un excédent de liquidités au niveau du secteur bancaire consolidé, lequel a été placé à un taux pénalisant en recourant à la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Il en a résulté une pression baissière sur le taux d'intérêt au jour le jour. Ainsi, durant cette période, l'Eonia s'est sensiblement écarté à la baisse du taux directeur central, alors que l'octroi de liquidités avait auparavant pour objet de stabiliser l'Eonia à un niveau proche du taux directeur. Une partie des primes plus élevées comprises dans les taux d'intérêt à terme sur le segment non garanti du marché monétaire a ainsi pu être neutralisée. Ce sont ces taux qui sont pertinents pour la transmission de la politique monétaire.

Compte tenu de la persistance de risques baissiers pesant sur la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté trois nouvelles mesures les 7 mai et 4 juin derniers.

Premièrement, la Banque européenne d'investissement (BEI) est reconnue comme une contrepartie éligible aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. L'objectif final de cette mesure est de soutenir l'octroi de crédits aux PME. La mesure doit en effet aider la BEI à satisfaire à la demande supplémentaire de prêts, laquelle est évaluée à 10 milliards, ce qui, compte tenu des ratios d'endettement standard, pourrait conduire à une extension totale de 40 milliards du volume de prêts consentis aux PME.

Deuxièmement, il a été décidé de lancer des opérations de refinancement à plus long terme, assorties d'une échéance de douze mois, en juin, en septembre et en décembre 2009. Ces opérations de refinancement supplémentaires augmenteront encore l'octroi structurel de liquidités, ce qui accroît le confort offert aux banques. De plus, on peut supposer qu'elles contribueront aussi à un aplatissement de la courbe des taux sur le marché monétaire. Ces opérations seront également réalisées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Alors qu'il a été décidé de conduire les opérations de juin et de septembre au taux directeur central, qui s'élevait alors à 1 p.c., pour l'opération de décembre, le taux directeur central en vigueur pourra éventuellement être augmenté d'une prime. En raison de l'interaction entre les diverses mesures, le Conseil des gouverneurs a par ailleurs décidé de prolonger l'extension de la liste des garanties éligibles jusqu'en décembre 2010, soit le mois durant lequel se clôturera l'opération de refinancement d'une durée de douze mois lancée en décembre 2009.

Troisièmement, il a été décidé d'acheter un portefeuille d'obligations sécurisées pour un montant de 60 milliards. Ces achats seront répartis sur la période juillet 2009 – juin 2010 et se feront tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Le choix des obligations sécurisées est doublement motivé. Premièrement, ces obligations sont surtout émises par des banques. En augmentant la liquidité sur ce segment de marché durement touché par la crise financière et en réduisant les spreads par rapport aux taux sans risque, l'objectif est d'améliorer

le financement à long terme des banques et, partant, de soutenir l'octroi de crédits au secteur non bancaire. En outre, le secteur bancaire est le principal détenteur d'obligations sécurisées, si bien que les achats sur le marché secondaire fournissent aussi des liquidités supplémentaires aux banques ou leur permettent au moins de réduire leur levier d'endettement sans mettre sous pression le volume des prêts consentis aux ménages et aux entreprises. Le nouvel assouplissement de la politique monétaire reste donc clairement axé sur le canal de transmission bancaire, lequel est important en zone euro. Deuxièmement, les obligations sécurisées ont un profil de risque peu élevé. Le détenteur dispose en effet d'une double créance : une créance sur l'émetteur de l'obligation sécurisée (souvent une banque) et, en cas de défaillance de ce dernier, une créance sur une réserve d'actifs sous-jacents (souvent des prêts hypothécaires ou des prêts à des États) que l'émetteur doit détenir pour couvrir l'obligation. Ainsi, le risque lié à ces achats demeure maîtrisable pour l'Eurosystème.

Conclusion

Depuis septembre 2008, on décèle indéniablement, dans la zone euro comme dans la plupart des économies développées, des éléments attestant un risque *ex ante* accru de mauvaise déflation. Celle-ci a déjà très souvent été déclenchée par un choc de demande négatif, découlant d'une crise financière, mais également aggravé par celle-ci, et faisant suite à l'éclatement d'une bulle liée à divers cours d'actifs. L'évaluation prompte et correcte de ce risque accru de déflation a néanmoins incité les autorités responsables à mener une politique fortement expansionniste. Les mesures de soutien des banques, les plans de relance menés par les différents gouvernements et les baisses de taux assorties de mesures non conventionnelles auxquelles ont procédé les banques centrales partout dans le monde ont sensiblement réduit le risque de déflation. Une réaction aussi résolue de la part des autorités responsables s'inscrit en net contraste avec ce que l'on observait à l'époque de la Grande Dépression. Il en résulte notamment que les anticipations d'inflation sont demeurées positives et bien ancrées. Les analyses en la matière ont été axées sur la zone euro (et, lorsque c'était possible, également sur la Belgique); elles ont démontré que la situation actuelle d'inflation (légèrement) négative sera vraisemblablement de courte durée. Il devrait s'ensuivre une inflation faible, mais néanmoins positive. Le scénario de base ne repose dès lors pas sur la déflation, d'autant plus que, récemment, un nombre croissant d'indicateurs faisant état d'une stabilisation de l'économie sont apparus.

La politique monétaire sera néanmoins confrontée à deux défis majeurs dans un proche avenir.

D'une part, il conviendra d'éviter que les baisses de prix qui se sont reflétées dans les taux d'inflation durant l'été ne se répercutent sur les anticipations relatives à

l'évolution du niveau général des prix, aggravant le risque de spirale déflationniste. C'est la raison pour laquelle les informations relatives à l'analyse de l'inflation doivent être diffusées de manière claire et crédible. Le présent article a tenté de contribuer à la réalisation de cet objectif. Il a plus particulièrement souligné que le vif repli de l'inflation observé ces derniers mois est le signe non pas d'une mauvaise déflation mais d'une inflation négative faisant suite à des adaptations des prix relatifs et que l'on ne constate pas aujourd'hui de baisses de prix largement répandues. Ce net recul de l'inflation – des valeurs négatives ont été enregistrées durant l'été 2009 – est en effet essentiellement imputable à la baisse du cours du pétrole brut de la fin de l'année dernière, qui est en elle-même un facteur de soutien du pouvoir d'achat des économies importatrices de pétrole et peut dès lors difficilement être considérée comme un mécanisme susceptible de déclencher une spirale déflationniste néfaste. La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème recèle tous les éléments permettant de relever ce défi. La définition quantitative de la stabilité des prix ne constitue pas seulement un bon ancrage des anticipations d'inflation. Son orientation à moyen terme explicite indique aussi qu'un écart de courte durée – à la hausse comme à la baisse – entre l'inflation et le niveau qui correspond à la stabilité des prix n'est guère pertinent du point de vue de la politique monétaire.

D'autre part, la politique monétaire doit demeurer vigilante, afin d'éviter tant les erreurs de type 1 que celles de type 2 dont il est question dans cet article. L'incertitude qui caractérise les prévisions macroéconomiques, y compris les anticipations d'inflation, à court comme à moyen terme, est en effet particulièrement importante.

Primo, on ne peut affirmer avec certitude que le danger de déflation soit définitivement écarté, dans la mesure où il subsiste des risques de diminution de l'activité. Ainsi, il n'est pas exclu que, après s'être redressée, l'économie

se contracte à nouveau quand le soutien, en principe de courte durée, apporté par la reconstitution de stocks et les impulsions de la politique budgétaire sera épuisé, ou que le redressement soit plus long à venir qu'attendu, par exemple en raison de problèmes persistants dans le secteur bancaire. Dans les deux cas, l'inflation subirait des pressions à la baisse supplémentaires, et un nouvel assouplissement de la politique monétaire pourrait être nécessaire. À cet égard, le Conseil des gouverneurs de la BCE a notamment souligné que les taux directeurs, désormais fixés à 1 p.c. n'ont pas nécessairement atteint leur niveau plancher, même si, eu égard à la situation macro-économique générale, ce niveau a été qualifié d'adéquat durant l'été.

Secundo, le risque existe que les impulsions monétaires massives des derniers mois ne soient pas interrompues à temps, surtout si l'économie se redressait plus vite que prévu. Il convient par conséquent de surveiller de près le retournement que la plupart des indicateurs de conjoncture et les prix des matières premières ont laissé entrevoir ces derniers mois.

Bibliographie

Adam K. et R. Billi (2006), *Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 38 (7), 1877-1905, October.

Ahearne A., J. Gagnon, J. Haltmaier et S. Kamin (2002), *Preventing deflation: lessons from Japan's experience in the 1990s*, International Finance Discussion Papers 729, Board of Governors of the Federal Reserve System, June.

Aucremanne L., M. Collin et T. Stragier (2007), *Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: is the credibility of the HICP at stake?*, NBB Working Paper 112.

Banque nationale de Belgique (2009), *Rapport 2008: Évolution économique et financière*.

Bernanke B. (2002), *Deflation – making sure «it» doesn't happen here*, Lecture at the National Economists Club, Washington, November.

Bini Smaghi L. (2008), *Careful with (the «d») words*, Lecture at the European Colloquia Series, Venezia, November.

Bordo M. et A. Filardo (2005), *Deflation in a historical perspective*, BIS Working Paper 186.

Borio C. et A. Filardo (2004), *Back to the future? Assessing the deflation record*, BIS Working Paper 152.

Buiter W. (2003), *Should we worry about deflation? Prevention and cure*, McKenna Lecture on International Trade and Economics, November.

Coenen G. (2003), *Zero Lower Bound – is it a problem with the euro area?*, ECB Working Paper 269, September.

Decressin J. et D. Laxton (2009), *Gauging risks for deflation*, IMF Staff Position Note, January.

De Grauwe P. (2009), *Flexibility gives way to rigidity's virtues*, Financial Times, 22 February.

Duarte C. (2008), *A sectoral perspective on nominal and real wage rigidity in Portugal*, Bank of Portugal Economic Bulletin, 14(3), Autumn.

Du Caju P., C. Fuss et L. Wintr (2007), *Downward wage rigidity for different workers and firms, an evaluation for Belgium using the IWFP procedure*, ECB, Working paper n° 870, December.

Fehr E. et L. Goette (2005), *Robustness and real consequences of nominal wage rigidity*, Journal of Monetary Economics, vol. 52(4), 779-804, May 2005.

FMI (2003), *Deflation: Determinants, risks, and policy options*, April.

Gerlach S. (2009), *The risk of deflation*, dans *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, CEPR.

Groth C. et P. Westaway (2003), *Deflation*, Bank of England Inflation Report, February.

Institut des comptes nationaux (2009), *Analyse des prix: deuxième rapport trimestriel 2009*.

Ito T. (2009), *Zero interest rate policy (ZIRP) and quantitative easing (QE)*, dans *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, CEPR.

Jarocinski M. et F. Smets (2008), *House prices and the stance of monetary policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July, 339-366.

King M. (1994), *Debt deflation: Theory and evidence*, European Economic Review, Vol. 38, 419-45.

Orphanides, A. (2009), *The international financial turmoil and the economy*, Lecture at the Institute of Certified Public Accountants, January.

Svensson L. E.O. (2003), *Escaping from a liquidity trap and deflation: The foolproof way and others*, Journal of Economic Perspectives 17(4), 145-166.

Svensson L. E.O. (2009), *Monetary policy with a zero interest rate*, February.

Taylor J.B. (2009), *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*, NBER Working paper 14631, January.

Walsh C. (2009), *Using monetary policy to stabilize economic activity*, Paper presented at the Jackson Hole Symposium on financial stability and macroeconomic policy.

White W. (1990), *The stock market boom and crash of 1929 revisited*, Journal of Economic Perspectives, 67-83.

White W. (2006), *Is price stability enough?*, BIS Working Paper 205.

Régulation et concurrence dans le secteur de la distribution en Belgique

V. Baugnet
D. Cornille
E. Dhyne
B. Robert

Introduction

Le secteur de la distribution ou du commerce – les deux dénominations sont synonymes dans le présent article – est un acteur-clé des économies développées. En 2007, l'ensemble des branches du commerce – automobile, gros et détail – représentait 13,1 p.c. de la valeur ajoutée en Belgique, et 14,1 p.c. de l'emploi total. Au-delà de son poids direct dans l'économie, le secteur de la distribution est essentiel en raison de son rôle de canal obligé et ultime d'acheminement des biens à la consommation finale, principale composante des dépenses intérieures.

Tout comme d'autres branches importantes de l'économie, le secteur du commerce a connu au cours des dernières décennies et continue à connaître de profondes mutations liées à la globalisation et au progrès technologique. Les évolutions les plus importantes sont la concentration du commerce de détail, l'intégration de ce dernier avec le commerce de gros, l'internationalisation des activités des grands groupes et l'incorporation des TIC, qui entraîne une réorganisation des modes de distribution.

Le présent article entend cerner la situation du commerce en Belgique, en mettant un accent particulier sur l'impact de la régulation. Cette dernière fait en effet l'objet d'un suivi spécifique de la part du FMI ainsi que de l'OCDE, et sa lourdeur en Europe, et en particulier en Belgique, est régulièrement pointée du doigt. Selon ces institutions, une plus grande flexibilité des règles en vigueur dans le secteur devrait permettre de dynamiser l'activité et l'emploi. Se référant à l'exemple des États-Unis, les arguments

avancés sont qu'une telle politique de dérégulation permettrait d'accroître l'emploi dans le secteur, notamment pour les personnes peu qualifiées, mais aussi d'augmenter la croissance de la productivité. En effet, le commerce apparaît comme une des sources du retard de l'Europe en matière de croissance potentielle du PIB, en raison notamment d'une intégration moins poussée des TIC dans l'organisation des canaux de distribution. Par la réduction des barrières à l'entrée, la dérégulation permettrait aussi, outre des effets positifs sur la productivité, d'accroître la concurrence et, partant, de peser sur le niveau des prix et l'inflation.

L'article étudie ces questions en comparant dans la mesure du possible les performances de la Belgique à celles des pays voisins. Le premier chapitre traite du poids de la réglementation. Celui-ci est abordé via les indicateurs internationaux existant à cet égard, mais aussi en passant en revue les principales législations relatives au commerce de détail en Belgique. Le chapitre 2 fournit une analyse détaillée du niveau et de la croissance de la productivité du commerce en Belgique au cours des dernières années. En déterminant les conditions d'accès et d'exercice de l'activité, le cadre réglementaire a aussi une influence certaine sur la structure du marché, sur le type de magasins présents, et *in fine* sur le degré de concurrence. Par ailleurs, la productivité et le degré de concurrence interagissent, notamment parce qu'un niveau plus élevé de concurrence au sein du secteur oblige les sociétés à être plus productives pour survivre, ou entraîne la disparition des firmes les moins productives. Les aspects liés à la structure de marché et au niveau de concurrence

sont abordés dans le chapitre 3, qui traite spécifiquement du sous-secteur de la grande distribution alimentaire. Le chapitre 4 traite de l'effet de la concurrence sur le niveau des prix en Belgique et dans les pays voisins. Les principaux enseignements de l'analyse sont résumés dans la conclusion. Les implications en termes de politique économique sont également évoquées dans la dernière partie de l'article.

1. Réglementation

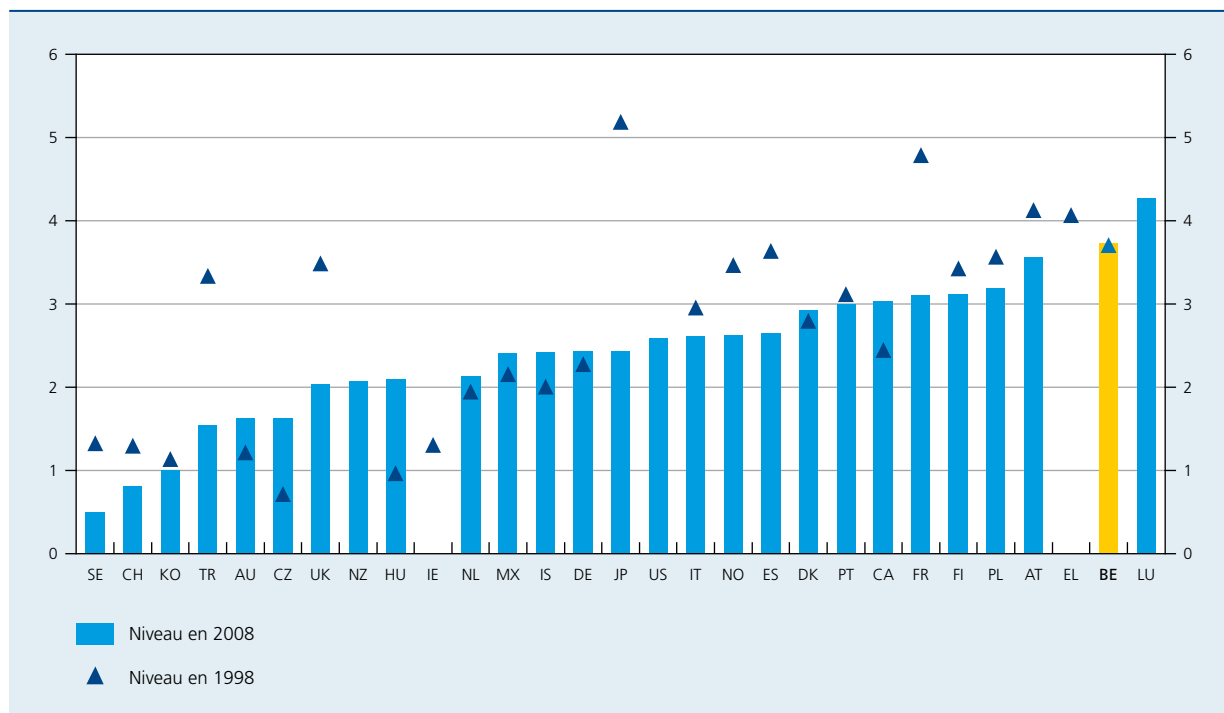
Pour rendre compte du degré de réglementation d'une économie ou d'un secteur, une approche possible consiste à se référer à des indicateurs synthétiques. Ceux-ci visent à traduire en « scores » les principaux aspects d'une législation en vigueur, ce qui permet d'en apprécier plus facilement le caractère plus ou moins restrictif. Ces indicateurs ont le mérite d'être comparables internationalement et éventuellement dans le temps. L'indicateur le plus fréquemment utilisé à cet égard est certainement l'indicateur de réglementation des marchés de produits ou, en anglais, « Product Market Regulation » (PMR) calculé par l'OCDE et qui permet de mesurer le poids de la réglementation dans l'ensemble de l'économie. Un

sous-ensemble des questions porte sur le commerce de détail, secteur pour lequel un indicateur spécifique de réglementation est établi selon la méthodologie détaillée dans l'encadré 1. Afin d'approfondir l'analyse, et étant donné les limites qui affectent ce type d'indicateurs synthétiques, il est souhaitable de considérer ceux-ci à la lumière des principales législations en vigueur dans le commerce de détail.

En 2008, selon les indicateurs PMR, c'est en Belgique que la réglementation du commerce de détail était la plus contraignante parmi les vingt-sept pays considérés par l'OCDE, à l'exception du Luxembourg. Le score synthétique s'élevait à 3,7 sur une échelle de 6, la Belgique devançant ainsi ses trois principaux voisins, dont les scores allaient de 2,1 pour les Pays-Bas à 3,1 pour la France, en passant par 2,4 pour l'Allemagne. En général, les pays dont le secteur du commerce de détail est le moins régulé n'appartiennent pas à l'UE, à l'exception de la Suède qui obtient le score le plus bas, à savoir 0,5.

Au fil du temps, le score global de la Belgique s'est maintenu sous la barre de 4, fluctuant de 3,7 en 1998 à 3,9 en 2003 pour revenir à 3,7 en 2008. Dans le même temps, sa position s'est progressivement dégradée par

GRAPHIQUE 1 INDICATEURS DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DE DÉTAIL ⁽¹⁾
(échelle de 0 à 6, un score plus élevé indiquant une réglementation plus contraignante)



Source : OCDE (indicateurs synthétiques « Product Market Regulation »).
(1) Y compris le commerce automobile.

rapport aux autres pays considérés par l'OCDE, passant de la cinquième à la deuxième place en l'espace de dix ans. L'analyse des indicateurs intermédiaires, qui couvrent plus particulièrement les barrières à l'entrée, les restrictions opérationnelles et les contrôles de prix, indique que cette évolution globale se décompose en une détérioration au niveau des barrières à l'entrée – particulièrement au niveau des règles encadrant l'implantation des grandes surfaces – et une certaine amélioration sur le plan du contrôle des prix, cette question étant toutefois affectée

d'un poids moindre dans l'indice synthétique. Notons en outre que dans les domaines pour lesquels le score belge s'est maintenu au cours des dix dernières années, une dégradation de la position de la Belgique s'est manifestée relativement aux autres pays. En effet, même si certaines dispositions réglementaires du commerce de détail n'ont pas été modifiées dans notre pays, elles sont apparues progressivement plus contraignantes face à l'assouplissement du cadre réglementaire mis en œuvre dans d'autres pays.

Encadré 1 – Méthodologie des indicateurs de réglementation du commerce de détail de l'OCDE

Depuis la fin des années 1990, l'OCDE a établi un système d'indicateurs visant à mesurer l'évolution de la réglementation sur le marché des produits dans les pays de la zone euro. Ces indicateurs sont notamment utilisés pour identifier les priorités de politiques économiques dans le cadre de la Stratégie pour la croissance développée par cette institution.

Les indicateurs sont calculés soit pour l'ensemble de l'économie, soit pour des secteurs spécifiques, sur la base d'informations qualitatives collectées auprès des différents États, codifiées sur une échelle normalisée de 0 à 6. Un score plus élevé est censé indiquer une réglementation plus contraignante. L'indicateur PMR est construit en cascade, agrégeant les réponses aux questions de base par paliers correspondant à des thèmes, pour parvenir ultimement à un indicateur synthétique.

L'indicateur de l'OCDE pour le commerce de détail est basé sur six indicateurs de base, regroupant une ou plusieurs questions, portant sur :

1. l'inscription au registre du commerce (pour la vente de produits alimentaires);
2. l'autorisation ou permis pour exercer une activité commerciale (pour la vente de produits alimentaires);
3. la réglementation spécifique pour les grandes surfaces (surface minimale à partir de laquelle celle-ci s'applique);
4. la protection des firmes existantes;
5. les heures d'ouverture (existence ou non d'une réglementation et, subsidiairement, caractère national ou local de celle-ci);
6. le contrôle des prix (questions subdivisées par catégorie de produits).

À un niveau intermédiaire, trois thèmes sont isolés, qui synthétisent chaque fois les six indicateurs de base cités ci-dessus, au moyen d'une pondération différente issue d'une analyse factorielle. Le score dans chacun de ces trois thèmes repose cependant de manière prépondérante sur certains des indicateurs de base, de sorte que l'on peut, par simplification, associer chacun de ces derniers en priorité à un thème spécifique :

- barrières à l'entrée (0,42) : principalement les indicateurs 1, 2 et 3;
- restrictions opérationnelles (0,34) : principalement les indicateurs 4 et 5;
- contrôle des prix (0,24) : principalement l'indicateur 6.

Enfin, l'indicateur synthétique du commerce de détail est obtenu par la moyenne pondérée des six indicateurs de base, selon une pondération à nouveau différente. Alternativement, il peut être considéré comme une moyenne pondérée des scores des trois thèmes intermédiaires, qui donne un poids relatif plus important aux barrières à l'entrée et moins important au contrôle des prix, comme l'indiquent les coefficients indiqués entre parenthèses ci-dessus.



L'OCDE publie ces indicateurs à une fréquence quinquennale. Une mise à jour pour 2008 a été publiée en février 2009, de sorte qu'une analyse chronologique est possible sur une base relativement harmonisée pour les années 1998, 2003 et 2008.

Si la simplicité de cet indicateur constitue indéniablement un atout, elle en marque aussi les limites. En effet, les critères retenus peuvent parfois donner une vue restreinte de la réalité; les questions appellent souvent des réponses binaires («oui/non») sans nuances. Il convient donc de mettre les enseignements de cet indicateur en perspective, au travers d'une approche de la législation en vigueur en Belgique. L'indicateur de l'OCDE représente d'ailleurs un cadre d'analyse intéressant pour cet exercice, puisque, au travers de sa structure, il prend en considération les trois législations les plus souvent citées comme sources potentielles d'entraves au commerce de détail, à savoir les règles d'implantation de nouveaux magasins, les heures et jours d'ouverture, et les pratiques du commerce, celles-ci couvrant un champ large de dispositions (contrôle des prix, soldes, ventes conjointes, etc.).

Parmi les trois thèmes intermédiaires, le score de la Belgique au niveau des barrières à l'entrée est progressivement passé de 2,6 à 3,4 entre 1998 et 2008. C'est principalement la réglementation spécifique aux grandes surfaces qui est à l'origine de cette détérioration, les règles d'implantation des grandes surfaces étant souvent considérées comme l'une des barrières les plus importantes à l'entrée dans le secteur de la distribution. Ces règles visent potentiellement plusieurs objectifs: aménagement du territoire, protection de l'environnement en évitant les flux massifs de circulation vers des grands centres commerciaux situés en périphérie des villes, protection du petit commerce, etc. Dans le même temps, ces dispositions peuvent avoir pour conséquences dommageables de limiter les économies d'échelle, de protéger les firmes existantes de la concurrence de nouveaux arrivants et de freiner la modernisation du secteur.

En Belgique, l'implantation de nouvelles grandes surfaces tombe depuis le 1^{er} mars 2005 sous le coup de la loi dite «Ikea»⁽¹⁾, qui a remplacé la «loi cadenas» datant de 1975. La loi «Ikea» avait pour but de faciliter de telles implantations, en simplifiant et accélérant la procédure de décision, ainsi qu'en élargissant les possibilités de recours des demandeurs. La caractéristique la plus marquante de cette loi a été de déplacer le centre de décision du niveau national au niveau local. Trois cas de figure sont prévus par la loi:

- pour une extension (limitée) ou une relocalisation (proche) d'un magasin existant, une notification à la commune suffit;
- pour la création d'une nouvelle surface de 400 à 1.000 m², le Collège des bourgmestres et échevins doit décider dans les 50 jours;
- pour la création d'une surface de plus de 1.000 m², le Collège doit en outre demander l'avis préalable du Comité socio-économique national pour la distribution

(CSEND) – ce qui porte le délai de décision à 70 jours –, mais cet avis est non contraignant, ce qui n'était pas le cas auparavant. Pour les surfaces de plus de 2.000 m², les communes avoisinantes doivent en outre être informées afin de pouvoir communiquer leurs observations.

Ainsi, au final, le délai de décision est au maximum de 70 jours. Dans tous les cas, la décision est supposée favorable en cas de dépassement des délais légaux.

Même si certaines dispositions de la loi «Ikea» demeurent critiquables, notamment la participation de parties prenantes au CSEND (cf. infra), il est incontestable qu'elle facilite l'implantation de nouvelles grandes surfaces par rapport à la situation antérieure. En pratique, depuis 2005, la plupart des demandes d'implantation de surfaces commerciales aboutissent à une autorisation. Dans son étude pays de 2005, l'OCDE avait évalué positivement la nouvelle loi, estimant qu'elle réduisait les barrières à l'entrée pour les grandes surfaces, en rendant plus transparente la procédure d'autorisation et en diminuant de moitié le délai de réponse.

Cette amélioration ne s'est pas reflétée dans les indicateurs PMR. Au contraire, le score de la Belgique s'est détérioré entre 2003 et 2008, étant donné que le seul critère utilisé par l'OCDE porte sur la surface à partir de laquelle une réglementation est en vigueur et que cette surface a été abaissée à 400 m² dans le cadre de la loi «Ikea».

Dans les pays voisins, des législations spécifiques à l'implantation de nouveaux commerces existent au Luxembourg et en France, et sont tout aussi restrictives

(1) Loi du 13 août 2004 relative à l'autorisation des implantations commerciales.

selon les critères de l'OCDE, puisqu'elles sont d'application à partir de surfaces comparables. En revanche, le score obtenu est généralement plus favorable dans les pays où aucune législation spécifique aux grandes surfaces n'existe, mais où l'implantation de magasins est soumise aux dispositions générales, parfois assez strictes, de l'aménagement du territoire. C'est par exemple le cas des Pays-Bas, où on tend à concentrer le commerce dans les villes et où la présence d'hypermarchés n'est pas dans les habitudes, mais qui obtiennent néanmoins un score

nul, reflétant une dérégulation totale, selon les critères de l'OCDE. Ces exemples montrent qu'il convient d'interpréter avec précaution, en les situant dans leur contexte, les résultats chiffrés des indicateurs de l'OCDE.

C'est en matière de restrictions opérationnelles que, la Belgique obtient ses plus mauvais résultats, affichant le score maximal de 6 dans les deux indicateurs de base principaux de la catégorie. Tout d'abord, les firmes existantes sont considérées comme protégées, puisque d'une part, des représentants des organisations professionnelles sont impliqués dans les octrois d'autorisations et de permis via leur participation au CSEND et, d'autre part, certains produits ne peuvent être vendus que par des points de vente bénéficiant d'un monopole conféré par la loi, par exemple les médicaments dans les pharmacies.

Un autre critère important pris en considération est celui de la législation en matière de jours et d'heures d'ouverture. Il s'agit d'un thème sensible, dans la mesure où il touche à des aspects culturels et liés à l'organisation de la vie en société. D'un point de vue théorique, la question peut opposer les différents groupes d'intérêt concernés (consommateurs, travailleurs, entreprises), et les effets attendus peuvent évoluer entre le court et le long terme. Les principaux arguments avancés en faveur d'une extension des heures d'ouverture sont un confort accru pour le consommateur, rendu d'autant plus nécessaire par l'évolution sociétale – comme la participation accrue des femmes sur le marché du travail –, une rentabilité accrue pour les magasins, que ce soit via un amortissement plus rapide des coûts fixes ou un chiffre d'affaires en hausse, et, au niveau du secteur et de l'économie, une hausse de l'activité, de l'emploi et une baisse des prix. Les opposants à une extension des heures, en particulier au dimanche, mettent en doute la matérialisation effective de ces bénéfices attendus, en premier lieu la hausse significative du chiffre d'affaires, et mettent en avant l'inconfort des travailleurs, ainsi que la nécessité sociétale d'avoir un temps commun de pause hors de toute activité économique.

Les études ayant tenté d'évaluer les effets des expériences de libéralisation des heures d'ouverture pratiquées dans certains pays livrent des résultats mitigés. Sans surprise, les gagnants semblent être les consommateurs. Au-delà, les effets sur les prix semblent globalement modestes: ils s'exercent à la hausse dans un premier temps pour couvrir la progression des coûts d'exploitation, mais aussi en conséquence de l'accroissement possible du pouvoir de marché des entreprises survivantes, suite à la disparition de certains concurrents; à la baisse ensuite, en raison des gains d'efficacité dégagés et de l'arrivée de nouveaux concurrents sur le marché. Quant au chiffre d'affaires et à l'emploi, ils tendraient à progresser légèrement, mais

TABEAU 1 INDICATEURS DE RÉGLEMENTATION
DU COMMERCE DE DÉTAIL ⁽¹⁾ EN BELGIQUE

(échelle de 0 à 6, un score plus élevé indiquant
une réglementation plus contraignante ⁽²⁾)

	1998	2003	2008
1. Inscription au registre de commerce	1,5	1,5	2,0
2. Permis	2,0	2,0	2,0
3. Réglementation spécifique aux grandes surfaces ⁽³⁾	4,0	5,0	6,0
Barrières à l'entrée	2,6 (12)	2,9 (8)	3,4 (6)
	<i>p.m. 2008:</i> DE (2,1) – FR (2,6) – NL (2,1)		
4. Protection des firmes existantes	6,0	6,0	6,0
5. Heures et jours d'ouverture ⁽⁴⁾	6,0	6,0	6,0
Restrictions opérationnelles	4,8 (5)	4,8 (1)	5,0 (1)
	<i>p.m. 2008:</i> DE (2,9) – FR (4,7) – NL (2,4)		
6. Contrôle des prix	4,0	4,0	2,0
Contrôle des prix	4,0 (2)	4,1 (2)	2,6 (5)
	<i>p.m. 2008:</i> DE (2,4) – FR (1,7) – NL (1,8)		
Indicateur synthétique	3,7 (5)	3,9 (3)	3,7 (2)
	<i>p.m. 2008:</i> DE (2,4) – FR (3,1) – NL (2,1)		

Source: OCDE (indicateurs «Product Market Regulation»).

(1) Y compris le commerce automobile.

(2) Les chiffres entre parenthèses indiquent la position de la Belgique au sein d'un nombre de pays de l'OCDE variant de 26 à 29 selon les indicateurs et les années.

(3) Indicateur uniquement basé sur la surface minimale à partir de laquelle s'applique une éventuelle réglementation.

(4) Existence ou non d'une réglementation, nationale ou régionale/locale.

les emplois ainsi créés sont souvent caractérisés par des conditions de travail moins favorables.

En Belgique, les jours et les heures d'ouverture dans le commerce de détail sont encadrés par la législation du 10 novembre 2006, qui a synthétisé et modernisé les législations antérieures de 1960 et 1973, sans en modifier les grands principes. Concernant les jours, le principe est celui d'un jour de repos hebdomadaire, plus précisément une période de fermeture ininterrompue de 24 heures démarrant un jour choisi – par défaut le dimanche, mais pas obligatoirement – à 5 h ou à 13 h. Concernant les heures, le principe est celui d'une ouverture autorisée entre 5 et 20 h du lundi au jeudi et le samedi, et jusque 21 h les vendredis et la veille des jours fériés légaux. Des dérogations de trois ordres sont possibles : selon le type de commerce (lieux de transit, vente de journaux, de carburants, etc.), pour des circonstances exceptionnelles (15 jours par an maximum), et dans les communes touristiques.

Le critère pris en compte par l'OCDE pour établir les indicateurs PMR est l'existence d'une réglementation en la matière, le caractère national de celle-ci constituant un facteur aggravant. Sur cette base, la Belgique obtient un score maximal de 6 à l'instar de nombreux pays, et ce en dépit de l'étendue effective des heures d'ouverture. Ainsi le Royaume-Uni, un pays aux heures d'ouverture quasiment illimitées mais néanmoins encadrées dans une législation spécifique, se voit également attribuer un score maximum. À l'inverse, l'Allemagne obtient un score inférieur, du fait que la réglementation relative aux heures d'ouverture est du ressort des Länder.

Afin de mieux évaluer la flexibilité des heures d'ouverture, il convient d'observer l'étendue effective de celles-ci. En comparaison avec les pays voisins, la Belgique se situe dans une position intermédiaire. Les magasins y sont ouverts davantage qu'en Allemagne, et dans une mesure similaire qu'au Luxembourg, mais moins qu'aux Pays-Bas (ouverture jusque 22 h les jours de semaine et le samedi), et surtout qu'en France et au Royaume-Uni, pays dans lesquels les restrictions portent uniquement sur le dimanche. D'autre part, en Belgique, les magasins choisissent souvent volontairement de limiter leurs heures d'ouverture en deçà de ce que la réglementation permet, ce qui tend aussi à relativiser son caractère contraignant. Les conventions collectives de travail en vigueur dans le secteur de la distribution jouent probablement un rôle à cet égard.

Dans son étude pays de 2007, l'OCDE avait jugé positivement la loi belge de 2006, en relevant la simplification des règles relatives aux jours et heures d'ouverture, ainsi que

la hausse du nombre potentiel de dimanches d'ouverture. Mais à nouveau, on constate que l'amélioration du cadre législatif pourtant reconnue par l'OCDE ne s'est pas reflétée dans le score de l'indicateur PMR.

Enfin, le contrôle des prix constitue le dernier axe d'appréciation de la réglementation du commerce de détail. Il s'agit du seul domaine où la Belgique a amélioré son score et son classement, l'indicateur intermédiaire passant de 4,1 en 2003 à 2,6 en 2008, et la Belgique passant de la 2^e à la 5^e place, grâce à la suppression des contrôles de prix sur le pain et à la prise en compte par l'OCDE, sans doute de manière erronée, d'un assouplissement supposé en matière de fixation du prix de l'essence. Ainsi, contrairement aux effets de la loi « Ikea » ou au régime des heures d'ouverture, le score de l'indicateur PMR tend à surestimer quelque peu les progrès réalisés en matière de contrôle des prix.

En Belgique, le contrôle des prix est encadré par la loi du 22 janvier 1945 sur la réglementation économique et les prix, qui englobe également les arrêtés de fixation des prix maxima, les déclarations préalables de prix dans les secteurs réglementés, les contrats programmes, etc. Quelques autres dispositions intéressant les prix telles que l'étiquetage, les remises, les soldes, les ventes conjointes, les ventes en liquidation, sont quant à elles couvertes par la loi sur les pratiques de commerce, l'information et la protection des consommateurs, dont la dernière mouture date de 1999. La Belgique se caractérise dans ce domaine par une abondance de dispositions, souvent absentes dans les autres pays.

Par son indicateur de base, l'OCDE évalue tout d'abord l'existence d'un contrôle des prix dans l'absolu, puis l'existence d'un tel contrôle pour certaines catégories de produits : biens de première nécessité, essence, tabac, alcool, médicaments, autres catégories. Le score global augmente donc avec le nombre de produits dont le prix fait l'objet d'un contrôle. En comptant deux catégories de produits soumis à des contrôles, parmi lesquels les médicaments dont la libéralisation du prix a encore fait l'objet d'une recommandation du FMI en décembre dernier, la Belgique occupe une position intermédiaire, plutôt vers le haut. Elle fait partie d'un groupe de pays, en compagnie de l'Allemagne et des Pays-Bas, qui contrôlent aussi le prix des médicaments. Cinq pays, parmi lesquels le Luxembourg qui contrôle en outre le prix du tabac et de l'essence, ont un score plus élevé. À l'inverse, treize pays ont un score plus bas, dont la France (tabac), les États-Unis (alcool) et le Royaume-Uni (médicaments) de même que quatre pays qui ne pratiquent aucun contrôle des prix, parmi lesquels le Danemark et la Suède.

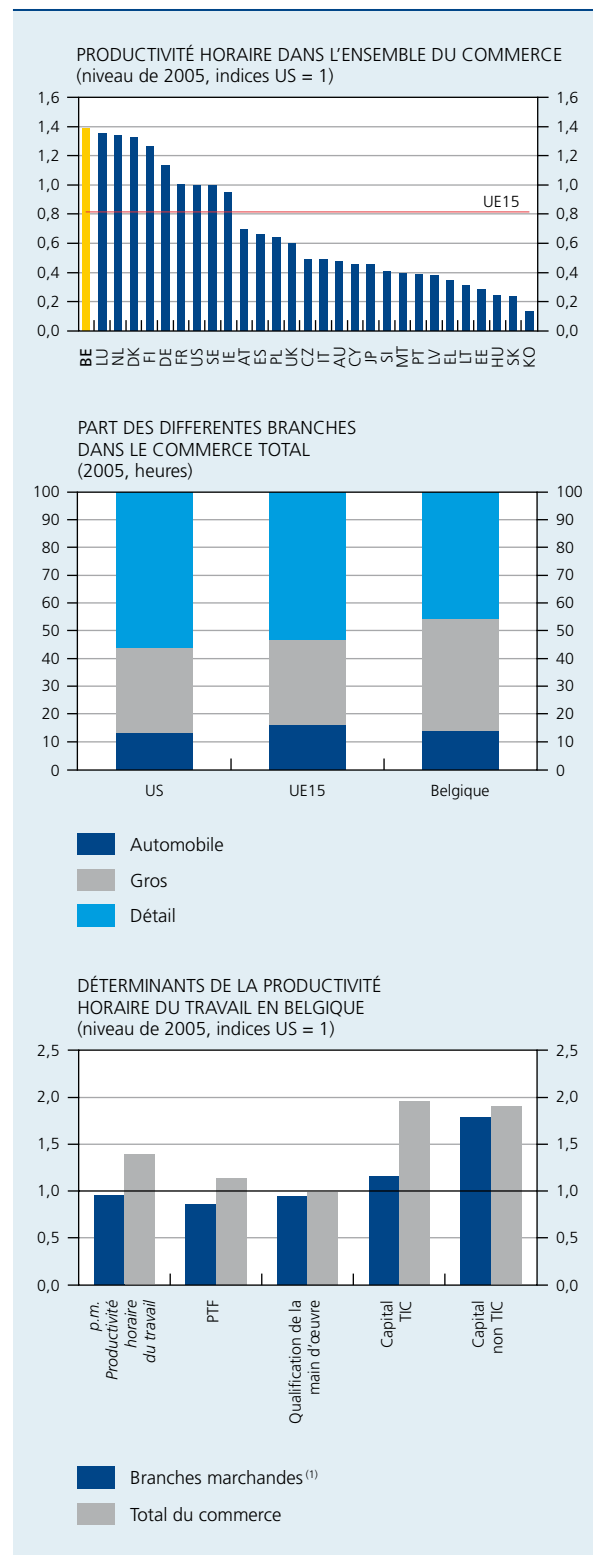
Au total, et en dépit du regard critique que l'on peut porter sur les indicateurs PMR de l'OCDE, force est de constater que la Belgique a quasi toujours un score égal ou plus élevé que celui des trois principaux pays voisins. Ceci laisse à penser que le cadre réglementaire du commerce de détail y est plus restrictif qu'ailleurs. À y regarder de plus près, il apparaît que ce n'est pas tant le contenu des dispositions législatives que leur existence, voire leur abondance, qui donne lieu à un tel jugement. Face aux pays voisins, la Belgique semble souffrir d'un syndrome d'inflation législative, où toute pratique de commerce se voit encadrée par une législation particulière. Au cours des dix dernières années, la législation belge a certes été légèrement remaniée, en grande partie grâce à la transposition des directives européennes. Mais un réel effort de simplification et de rationalisation des lois existantes doit encore être accompli. Ce point est important car la perception qu'ont les acteurs de marché des entraves à l'exercice de l'activité est parfois plus déterminante que le niveau effectif de ces entraves. Si des concurrents potentiels ont l'impression que la réglementation belge est excessivement lourde, ils hésiteront à s'engager sur ce marché, tandis que les acteurs en place auront le sentiment d'être protégés de l'arrivée de nouveaux entrants. Cette situation limite de facto la concurrence et peut donner lieu à des inefficiences.

2. Productivité

Après avoir donné, dans le chapitre précédent, un aperçu du niveau de la réglementation du commerce en Belgique, nous chercherons ici à savoir si le niveau relativement contraignant de celle-ci affecte les performances du secteur en termes d'activité et de productivité.

Pour ce faire, il est fait usage de la base de données EU KLEMS, qui fournit des statistiques relatives à l'activité et à la productivité pour la plupart des pays de l'UE, de même que pour les États-Unis, et ce pour les diverses branches de l'économie, dont le commerce. Établie selon des méthodes harmonisées sous l'égide de la CE, cette base de données permet notamment une décomposition de la croissance de l'activité selon les déterminants classiques de la comptabilité de la croissance : travail, capital et productivité totale des facteurs. Pour ce calcul, elle présente la particularité de mesurer la contribution du facteur capital en recourant à une estimation des services qu'il fournit, plutôt que directement à partir du stock, tout en distinguant le capital TIC du capital non TIC. De même, la contribution du facteur travail est subdivisée en deux composantes, à savoir le volume de l'emploi (heures) et la qualification de la main-d'œuvre.

GRAPHIQUE 2 STRUCTURE ET NIVEAU DE PRODUCTIVITÉ
DANS LE COMMERCE



Sources : Banque de données EU KLEMS, mars 2008 ; Banque de données GGDC sur les niveaux de productivité, septembre 2008.

(1) Ensemble des branches d'activité de l'économie, à l'exception des branches NACE 70 (immobilier) et 75-85 (administration publique, enseignement et santé).

En 2005, parmi les pays couverts par la base de données EU KLEMS, le commerce belge présentait le niveau de productivité horaire du travail le plus élevé. Ce niveau était supérieur de près de 40 p.c. à celui observé aux États-Unis, et de 70 p.c. à celui de l'UE15. Plusieurs pays de l'UE, dont la plupart des pays voisins (Pays-Bas, Luxembourg, Allemagne), affichaient un niveau de productivité dans le commerce plus élevé que les États-Unis, la France se situant pour sa part au niveau de ces derniers.

La productivité globalement plus élevée du commerce belge résulte en partie de sa structure, à savoir la relative spécialisation de la Belgique dans le commerce de gros, qui est par nature plus productif que le commerce de détail. Le gros représente en effet 40 p.c. du commerce contre un peu plus de 30 p.c. dans l'UE15 et aux États-Unis. Cette spécialisation traduit la vocation de la Belgique à être un centre logistique pour le Benelux et l'Europe occidentale. Les spécialisations du commerce de gros en Belgique reflètent d'ailleurs celles de l'ensemble de l'industrie : les biens intermédiaires (chimie et diamants), les machines et équipements (construction et textile) et les biens de consommation non alimentaires (électroménager et radio-tv, ainsi que verre).

Par ailleurs, il ressort de résultats calculés à partir des comptes annuels des entreprises que le commerce de

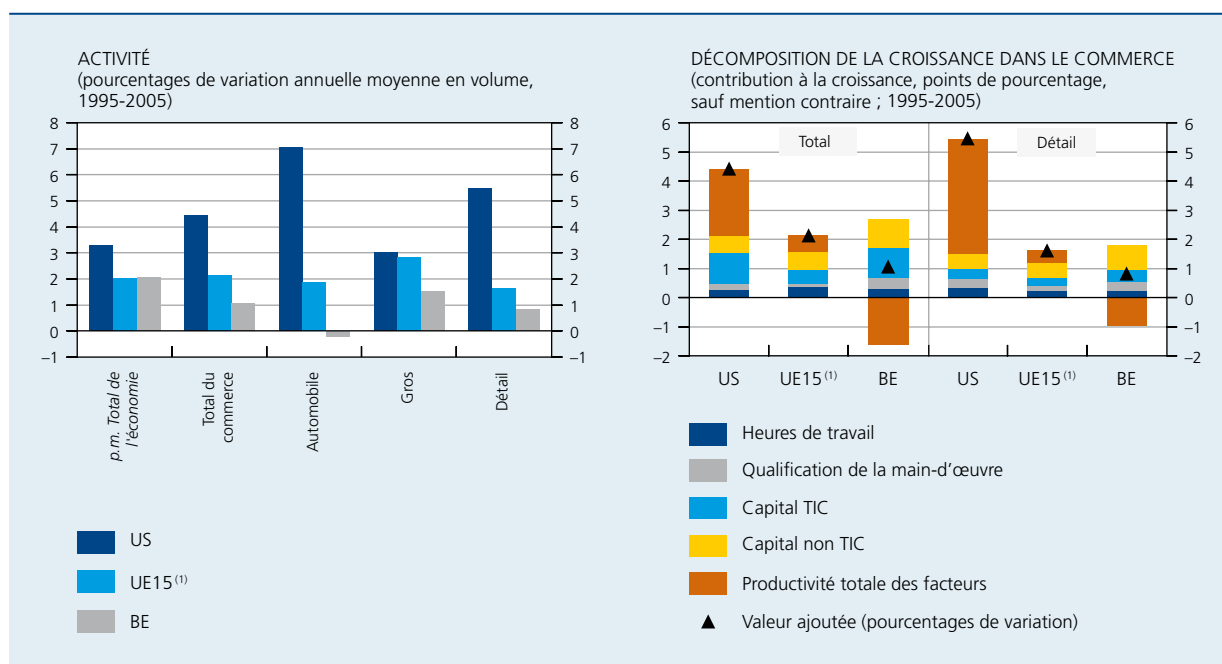
détail belge est parmi les plus productifs de l'UE15. En particulier, il est plus productif que ses homologues allemand et néerlandais, mais un peu moins que le commerce de détail français.

Sur le plan des déterminants, cette productivité du commerce plus élevée en Belgique qu'aux États-Unis se marque en premier lieu dans le niveau d'utilisation des deux formes de capital, TIC et non TIC, mais aussi dans la productivité totale des facteurs (PTF). Alors que la productivité de l'économie belge dans son ensemble est proche de celle observée aux États-Unis, la performance apparaît remarquable dans le commerce, en particulier à cause de l'importance de capital TIC intégré au processus de production.

Si la Belgique affiche incontestablement des performances remarquables en matière de niveau de productivité atteint dans le commerce, le diagnostic diffère dès lors que l'on observe la croissance de l'activité et de la productivité enregistrée au cours des dernières années.

Le commerce belge est en effet apparu parmi les moins dynamiques au cours des dix dernières années. La croissance en volume de la valeur ajoutée de l'ensemble du commerce s'est élevée en moyenne à 1,1 p.c. par an de 1995 à 2005, contre 2,1 p.c. dans l'UE15 et 4,4 p.c.

GRAPHIQUE 3 CROISSANCE DE L'ACTIVITÉ ET DE LA PRODUCTIVITÉ DANS LE COMMERCE



Source : Banque de données EU KLEMS, mars 2008.

(1) Limitée aux pays suivants : Belgique, Danemark, Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Finlande et Royaume-Uni.

aux États-Unis. Ce déficit de croissance par rapport aux États-Unis et à l'UE15 se marque dans les trois sous-branches du commerce. Dans le commerce de détail, la croissance moyenne a été de 0,8 p.c. en Belgique contre 1,6 p.c. dans l'UE15 et 5,5 p.c. aux États-Unis.

La décomposition de la croissance de l'activité en ses principaux déterminants permet de mieux cerner la source du déficit de croissance du commerce belge. Tant dans le commerce de détail que dans l'ensemble du commerce, les contributions des facteurs de production travail et capital à la croissance de l'activité en Belgique ont été similaires ou supérieures à celles observées dans les deux autres économies. En particulier, la Belgique s'est distinguée par une contribution plus élevée du capital, surtout non TIC.

Les écarts de croissance de l'activité par rapport aux États-Unis ont donc largement trouvé leur origine dans les différences de PTF, que ce soit au niveau de l'UE ou, de manière plus marquée, de la Belgique. Alors que la contribution de la PTF à la croissance du commerce de détail s'est en moyenne élevée à 3,9 points de pourcentage par an de 1995 à 2005 outre-Atlantique, elle n'a été que de 0,4 point dans l'UE15 et a été négative en Belgique, à concurrence de 1 point.

À ce stade, il est important de signaler que les statistiques en matière de niveau de productivité doivent être interprétées avec plus de précaution que celles relatives aux évolutions : les erreurs de mesure y ont des conséquences plus importantes. Un exemple en est les difficultés de mesure du volume de l'activité dans les services, liées entre autres à la prise en compte de la qualité de ceux-ci, et qui peuvent amener à sous-estimer la croissance de l'activité. Dans l'hypothèse où les contributions des facteurs de production sont correctement mesurées, ces erreurs de calcul se reflètent dans la PTF, celle-ci étant calculée de manière résiduelle, et incorporant par ailleurs de nombreux facteurs qui interagissent entre eux. En principe, il n'y a pas de raison de penser que ces erreurs de mesure soient plus déterminantes en Belgique qu'ailleurs.

Il serait certes tentant d'expliquer la mauvaise performance de la Belgique au cours de la période récente par un simple effet de niveau : les autres pays, et en particulier les États-Unis, auraient comblé leur retard en la matière par rapport à la Belgique. Mais ce raisonnement se heurte au constat que certains pays – c'est le cas notamment des Pays-Bas – affichent simultanément un niveau élevé et une croissance soutenue de la productivité du commerce au cours de la période récente, tandis que d'autres (l'Italie et le Portugal) font état de maigres

performances tant sur le niveau que sur la croissance récente de la productivité.

Un argument souvent avancé pour expliquer le retard de croissance de la productivité du commerce européen par rapport à son homologue américain est le manque – ou le retard – d'investissement européen dans les TIC. De façon mécanique, ces investissements sont porteurs de gains de productivité (« hard savings »), un exemple classique étant l'introduction des codes barres dans le commerce de détail. Si cet argument paraît en partie valable pour l'UE dans son ensemble, il ne semble pas tenir pour la Belgique : la base de données EU KLEMS indique au contraire que la contribution à la croissance du capital TIC y a été plus élevée qu'ailleurs, tant dans l'ensemble du commerce que dans le commerce de détail. Ce constat cadre avec la capitalisation intensive de l'économie belge, nécessaire au maintien de la compétitivité étant donné le degré d'ouverture élevé de l'économie et le niveau des coûts salariaux.

Plus difficilement quantifiables sont les « soft savings » générés également par les investissements en TIC mais obtenus de manière plus ou moins intense et éventuellement avec un certain délai, car nécessitant d'autres adaptations, de nature organisationnelle ou managériale par exemple. Ils impliquent notamment des modifications de comportement des fournisseurs et des clients (stocks minimaux, just-in-time, information plus précise et plus rapidement disponible sur les habitudes du consommateur, etc.). Les « soft savings » peuvent par ailleurs découler d'investissements réalisés dans des secteurs connexes : un exemple en est la dérégulation du transport routier qui a aussi bénéficié à la réorganisation du commerce de détail aux États-Unis.

La réglementation est aussi susceptible d'avoir une influence importante sur l'efficacité des facteurs de production. Les prescriptions en termes d'aménagement du territoire, plus strictes en Europe, ont ainsi freiné l'essor des hypermarchés à l'américaine (« big box »), dont le rôle dans le dynamisme du commerce aux États-Unis a été jugé considérable. De même, les limitations prévues en termes d'heures d'ouverture sont considérées par d'aucuns comme limitant le champ potentiel d'amortissement des innovations. De manière générale, l'ouverture du marché et la promotion de la concurrence peuvent favoriser l'innovation, et in fine la productivité. En ce qui concerne la Belgique, il est probable que le caractère relativement strict de la législation sur le commerce, ou tout au moins le fait que les acteurs de marché la perçoivent ainsi, entrave une pleine mise à profit des nouvelles technologies, par ailleurs abondamment présentes, et freine dès lors la croissance de la productivité.

Enfin, le contexte institutionnel et culturel, de même que certains facteurs géographiques, peuvent également influencer les performances de la distribution. Par exemple, les améliorations de la productivité liées au processus d'innovation ne pouvant surgir qu'au prix d'essais et d'erreurs, il est important de disposer d'un cadre favorable à cet égard, axé sur la promotion de l'esprit d'entreprise, la non-stigmatisation de l'échec et la possibilité de redémarrer une activité rapidement. Le mode de fonctionnement du marché du travail peut aussi jouer un rôle à cet égard, des dispositions générales ou des accords entre les partenaires sociaux pouvant se révéler plus restrictifs que la réglementation spécifique régissant le commerce. Dans cet ordre d'idée, on peut constater que les entreprises de la distribution n'utilisent pas complètement les plages d'ouverture autorisées par les dispositions réglementaires. D'autre part, la taille réduite du marché belge, combinée à l'existence de fortes disparités régionales, notamment linguistiques, sont de nature à limiter le taux de pénétration des firmes étrangères. Au niveau européen, le manque d'harmonisation des réglementations entre pays de l'UE, de même que les cloisonnements géographiques et culturels qui subsistent malgré le processus d'intégration, constituent un frein similaire au fonctionnement optimal du secteur de la distribution.

3. Concurrence

Pour des raisons de disponibilité des données, l'analyse de cette partie de l'article se focalise sur une partie du secteur du commerce de détail, celle qui est la plus familière au grand public, à savoir les supermarchés, ou plus précisément le commerce de détail alimentaire non spécialisé en libre service⁽¹⁾. Cette définition exclut donc les petits commerces spécialisés comme les boulangeries, les boucheries, les épicerie de petite taille qui ne sont pas en « libre service » et dont l'assortiment est plus limité. Elle exclut également la distribution non alimentaire, bien qu'une partie de l'assortiment des points de vente considérés puisse être, mais de manière accessoire, de nature non alimentaire.

Ce secteur représente environ 40 p.c. du chiffre d'affaires du commerce de détail en Belgique et dans la zone euro, mais cette proportion est plus élevée en France et aux Pays-Bas (proche de 50 et de 60 p.c. respectivement). Par rapport à l'ensemble du commerce alimentaire le secteur non spécialisé représente un peu moins de 90 p.c. du total en Belgique et dans la zone euro, mais plus de 90 p.c. chez nos voisins à l'exception des Pays-Bas. Cette proportion est beaucoup plus faible dans les pays du Sud, en particulier en Grèce et en

Espagne où le petit commerce traditionnel est encore plus important.

En Belgique, selon des données de AC Nielsen, l'évolution du nombre de magasins dans le commerce de détail alimentaire non spécialisé indique une baisse due au déclin des commerces traditionnels, et une augmentation parallèle de l'importance relative des magasins en libre service. On observe également une progression très significative des *hard discounters* de même qu'une progression générale de la grande distribution, c'est-à-dire des surfaces commerciales les plus grandes, concomitante à une tendance à la baisse des points de ventes de taille modeste (inférieures à 400 m²). Néanmoins, on observe une légère augmentation du nombre de magasins de petite taille ces toutes dernières années, laquelle peut être attribuée à l'essor de nouvelles formules de magasins de proximité.

Ces développements sont également visibles dans l'évolution des parts de marché des différents types de points de vente, avec une chute de la part de marché des commerces traditionnels, une progression significative des *hard discounters* et une progression de la grande distribution. Par ailleurs on observe des pertes de parts de marché pour la distribution moyenne et une très légère amélioration pour les superettes, pour la raison mentionnée plus haut.

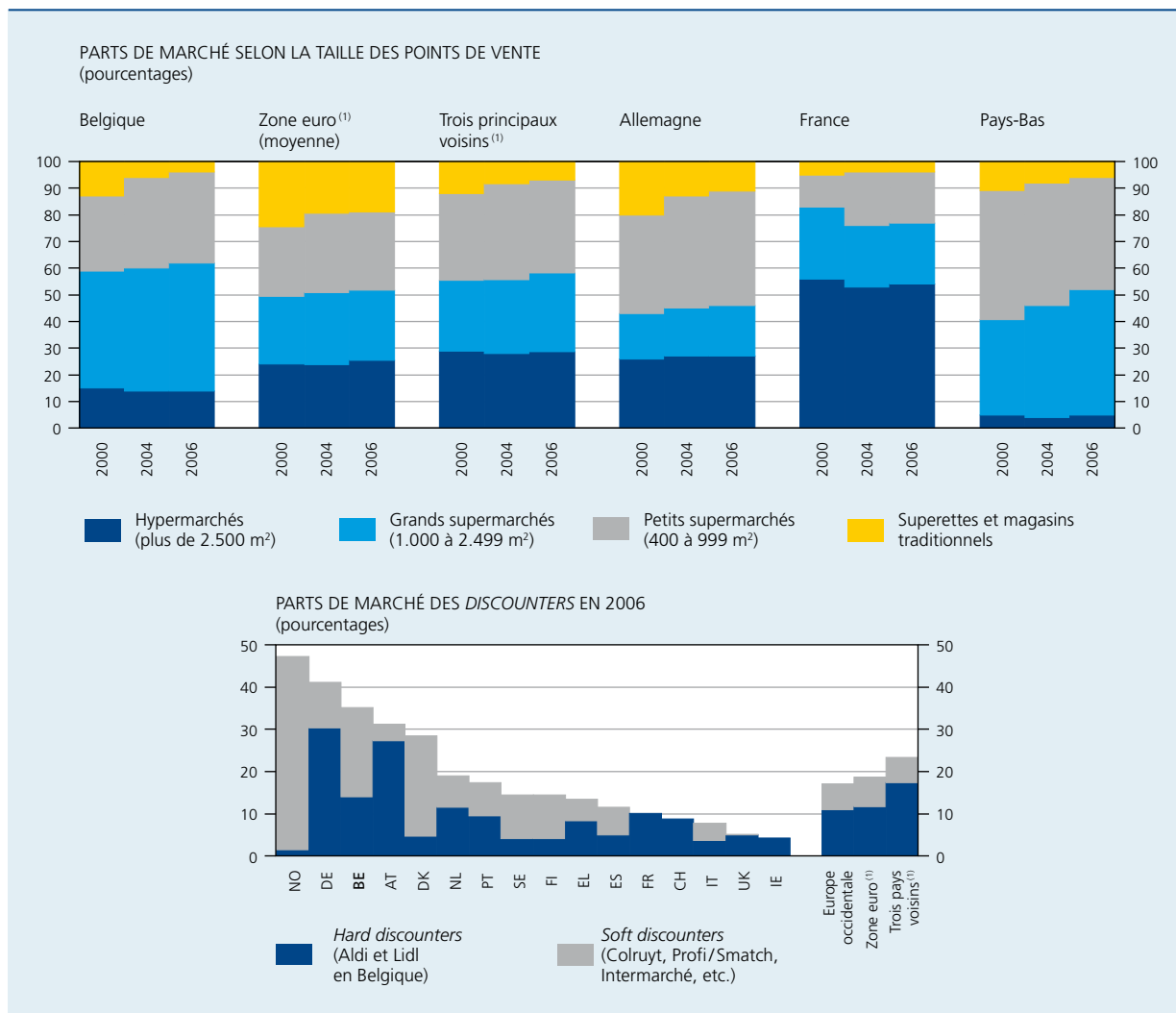
La part de marché des supermarchés de plus de 1.000 m² est plus importante en Belgique que dans la zone euro et que dans la moyenne des trois pays limitrophes. Seule la France présente une part de marché supérieure, principalement due à la part de marché très importante – et record dans la zone euro – des hypermarchés. L'importance croissante des plus grandes surfaces au détriment des surfaces les plus petites est un phénomène généralisé en Europe⁽²⁾.

La progression des *hard discounters* (aujourd'hui Aldi et Lidl en Belgique) est un phénomène très marqué – tant en nombre qu'en parts de marché – présent aussi bien en Belgique que dans le reste de l'Europe. En Belgique elle est de plus soutenue par une progression importante de la part de marché des *soft discounters*

(1) Il faut également noter qu'il n'y a pas d'unanimité quant au découpage de ce marché en catégories, et que donc les classifications peuvent varier d'une source à l'autre, et expliquer de légères incohérences entre les données présentées, qui ne remettent cependant jamais en question les enseignements qui en sont tirés.

(2) L'évolution quelque peu divergente en France pourrait s'expliquer par une législation plus protectrice des grands supermarchés qui, au départ d'une situation où les grandes surfaces étaient très développées, en a limité l'extension au profit de surfaces plus modestes, pour lesquelles la législation était probablement relativement moins restrictive. Par ailleurs le développement du *hard discount*, dont le format a généralement été inférieur à 1.000 m², pourrait expliquer environ la moitié de la croissance des points de vente entre 400 et 999 m² (la part de marché du *hard discount* passe de 10 à 14 p.c. entre 2001 et 2007 en France).

GRAPHIQUE 4 STRUCTURE DU COMMERCE DE DÉTAIL ALIMENTAIRE NON SPÉCIALISÉ



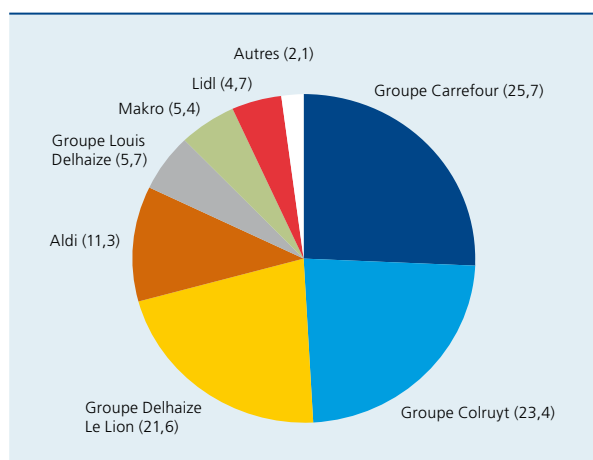
Source : AC Nielsen.
(1) Moyennes non pondérées.

(comme Colruyt) dont l'assortiment comprend aussi des grandes marques⁽¹⁾, là où les *hard discounters* se limitent généralement à des marques génériques ou à des marques commercialisées exclusivement par eux. Ce phénomène trouve également une extension dans la politique des autres types de supermarchés qui intègrent de plus en plus une offre de produits de marque propre, c'est-à-dire des marques au nom du magasin du distributeur ou des marques génériques (produits blancs). Ensemble, ces marques propres (y compris celles des *hard discounters*) représenteraient 31 p.c. du chiffre d'affaires de la distribution en Belgique en 2007. Ces évolutions peuvent être interprétées comme une manifestation du jeu de la concurrence dans le marché alimentaire non spécialisé.

En termes de parts des marchés des *discounters* (*hard* et *soft*), la Belgique occupe ainsi la troisième place en Europe occidentale, derrière l'Allemagne et la Norvège. Cette place est principalement due à l'importance des *soft discounters*, mais la part de marché des *hard discounters* dépasse aussi celle observée en moyenne dans la zone euro, la Belgique occupant de ce point de vue la troisième place en Europe, derrière l'Autriche, mais surtout l'Allemagne, pays initiateur du concept qui s'est exporté ailleurs par la suite.

(1) Aussi appelées « marques nationales », ce sont des marques de l'industrie agroalimentaire dont l'image est généralement soutenue par la publicité et qui ne sont pas liées à un distributeur particulier.

GRAPHIQUE 5 PARTS DE MARCHÉ DANS LE COMMERCE DE DÉTAIL ALIMENTAIRE EN BELGIQUE (CHIFFRES D'AFFAIRES 2007)
(pourcentages)



Source : Marketing Map.

Outre les *hard discounters* qui, selon Marketing Map, disposent ensemble d'une part de marché de 16 p.c. qui les place à la 4^e et la 7^e position sur le marché belge (respectivement Aldi et Lidl), les quatre plus grands groupes de distribution en Belgique (Carrefour, Colruyt, Delhaize Le Lion, et Louis Delhaize) représentent 76 p.c. du marché de détail alimentaire libre service⁽¹⁾. Si on ajoute Makro à ce quatuor, la part de marché globale monte à 82 p.c. Si l'on ajoute les *hard discounters* précités, la part de marché s'élève à 98 p.c. pour les sept principaux groupes de distribution en Belgique.

Une mesure traditionnelle de la concentration est l'indice de Herfindahl-Hirschmann (IHH). Il s'agit d'une mesure utilisée par les instances de régulation de la concurrence (aussi bien aux États-Unis que dans l'Union européenne). Cet indice s'obtient en additionnant les carrés des parts de marché de toutes les entreprises du secteur. Plus l'IHH d'un marché donné est élevé, plus la production est concentrée entre un petit nombre d'entreprises. Un résultat inférieur à 1.000 indique une concentration faible, entre 1.000 et 1.800 une concentration moyenne et au-delà de 1.800 une concentration élevée⁽²⁾.

Pour la Belgique, l'IHH varie de 1.720 (sur base des surfaces commerciales) à 1.890 (sur base du chiffre d'affaires des sept plus grands groupes), ce qui indique une concentration moyenne à élevée au niveau global. En guise de comparaison, au Royaume-Uni en 2007 les 7 principaux groupes de distribution représentent 77 p.c. des parts de marché, ce qui correspond à un IHH de 1.400, soit une concentration moyenne, inférieure à celle mesurée

en Belgique. Des données pour la France et l'Allemagne (2002/2003) indiquent que là aussi la concentration est plus faible qu'en Belgique, alors qu'elle est plus forte aux Pays-Bas.

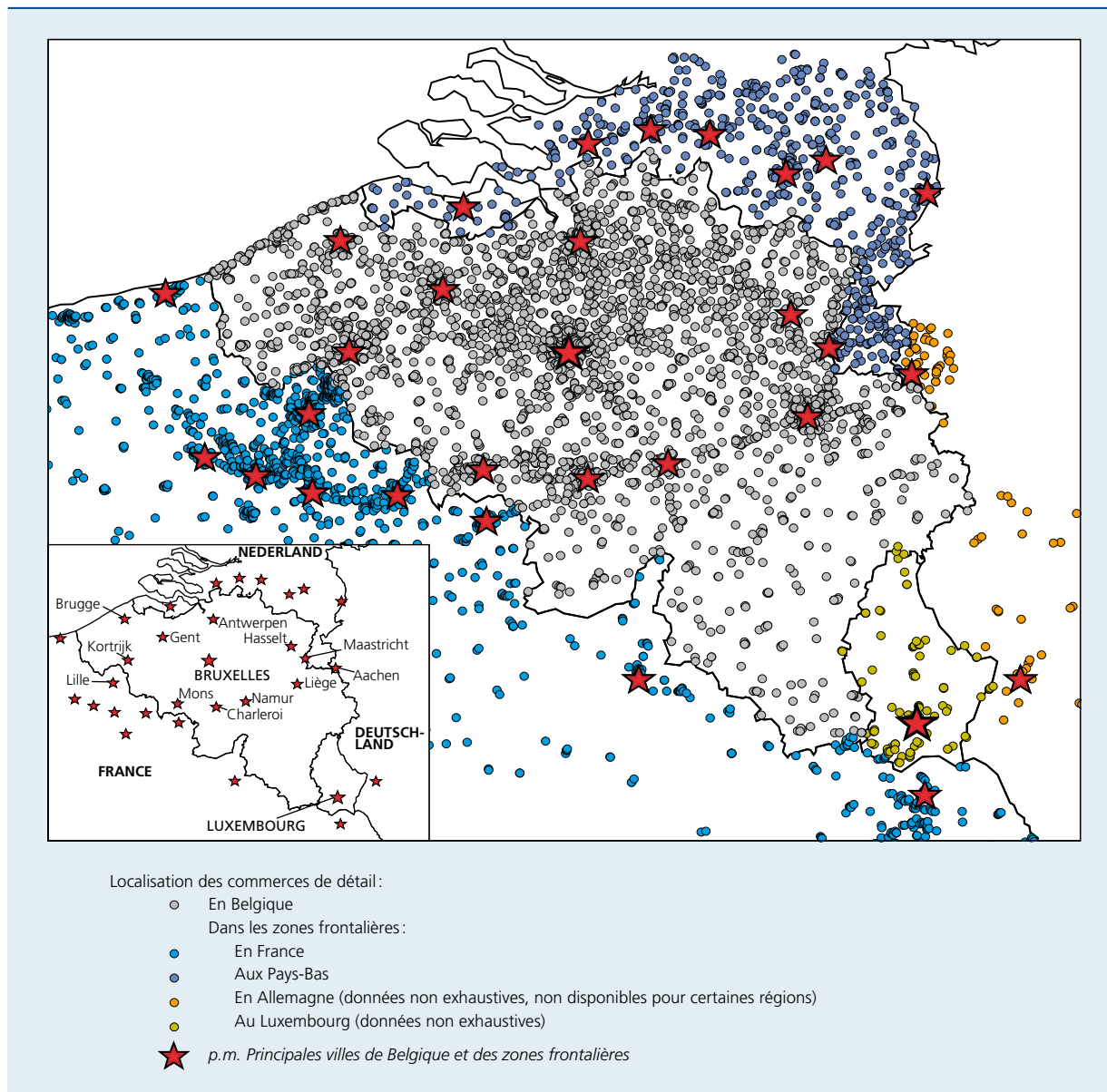
Cependant il y a de nombreuses raisons de penser que le marché à prendre en considération pour calculer le degré de concentration n'est pas le marché national. En effet, les supermarchés sont plutôt actifs sur les marchés locaux. Dès lors l'IHH au niveau national n'est plus tout à fait adéquat. En effet, celui-ci peut sous-évaluer l'importance de la concentration si les enseignes se partagent le territoire, de sorte que les marchés soient caractérisés par une absence de concurrence au niveau local. Par ailleurs, un IHH calculé au niveau local ne peut se comparer à un indice au niveau national dans la mesure où au niveau local la taille du marché détermine le nombre de concurrents potentiels optimal: un marché comprenant trois concurrents pourrait être optimal compte tenu de la taille du marché local, mais dans ce cas l'IHH indiquerait une concentration élevée selon l'échelle mentionnée ci-dessus.

Pour pouvoir appliquer à la Belgique une approche locale, il a été fait usage des données les plus détaillées possible sur les supermarchés. La source principale est constituée des informations mises à disposition par le service de planologie du SPF Économie sous la forme d'une liste des points de vente du commerce de détail actifs en Belgique. Une telle liste semble unique en Europe. Elle est mise à jour chaque année. La version utilisée dans cette partie est la liste arrêtée au 31 décembre de l'année 2007. Cette liste de plus de 8.500 magasins comprend, outre le nom et l'adresse du point de vente, des informations sur la surface commerciale et le secteur d'activité. Cette dernière information permet de sélectionner uniquement les points de vente du secteur du commerce de détail alimentaire en libre service, pour lequel la liste est exhaustive. La liste couvre ainsi 3.731 points de ventes de l'alimentaire libre service de plus de 100 m². Ce qui fait l'originalité de l'analyse qui suit est qu'il a été possible de réaliser une transformation de la liste en base de données géographique, et ce en utilisant des services de géocoding permettant de transformer les adresses en coordonnées géographiques comme celles utilisées par les GPS. Les caractéristiques géographiques peuvent ainsi être exploitées pour analyser les aspects locaux du marché du commerce de détail alimentaire libre service.

(1) Les regroupements des différentes enseignes par groupe n'est pas toujours aisé, dans la mesure où les liens entre enseigne et groupe ne sont pas toujours de la même intensité. Le degré d'autonomie des points de vente peuvent être assez élevé.

(2) Dans une situation théorique caractérisée par un nombre infini de concurrents de taille égale, la part de marché de chaque concurrent tendra vers zéro et l'IHH sera nul. Par contre dans le cas d'un monopole (part de marché de 100 p.c.) l'IHH atteindra 10.000.

GRAPHIQUE 6 LOCALISATION DES COMMERCES DE DÉTAIL ALIMENTAIRES EN BELGIQUE ET DANS LES ZONES FRONTALIÈRES



Sources : Chambre de Commerce du Grand-Duché de Luxembourg (LU), Google Maps (DE), Atlas Commercial SaarLorLux (DE, LU), INSEE (FR), KVH(NL), SPF Économie (BE), BNB.

Une première constatation est que la densité de la population est clairement le principal déterminant de la taille du marché et dès lors du nombre de magasins de même que de l'offre totale de surfaces commerciales. La carte des points de vente alimentaires en libre service de plus 100 m² illustre clairement le lien entre le nombre de magasins et la taille de la population ou les pôles d'attractivité économique de même que les axes routiers (caractéristiques par ailleurs fortement corrélées entre elles). Les zones les plus concentrées sont la zone autour de Bruxelles, entre Bruxelles et Gand, entre Bruxelles et Anvers, entre Anvers et Hasselt jusque Liège, la dorsale

Wallonne Mons Charleroi Namur Liège, la région autour de Courtrai et la côte. Par contre, le sud de la Wallonie et la province du Luxembourg en particulier présentent clairement une densité de magasins plus faible, en lien direct avec la plus faible densité de la population, ce qui signifie un marché plus petit. Il est également intéressant de constater que la province de Luxembourg, qui est effectivement caractérisée par un nombre très faible de magasins au km², a en revanche un nombre de magasins par habitant plus élevé que les autres provinces. Si parmi les points de vente en Belgique on identifie les supermarchés selon leur taille, les observations précédentes restent

globalement valables, si ce n'est que la localisation des supermarchés les plus grands est davantage encore corrélée avec la densité de la population, et donc que ceux-ci sont encore plus sous-représentés dans le sud de la Région wallonne.

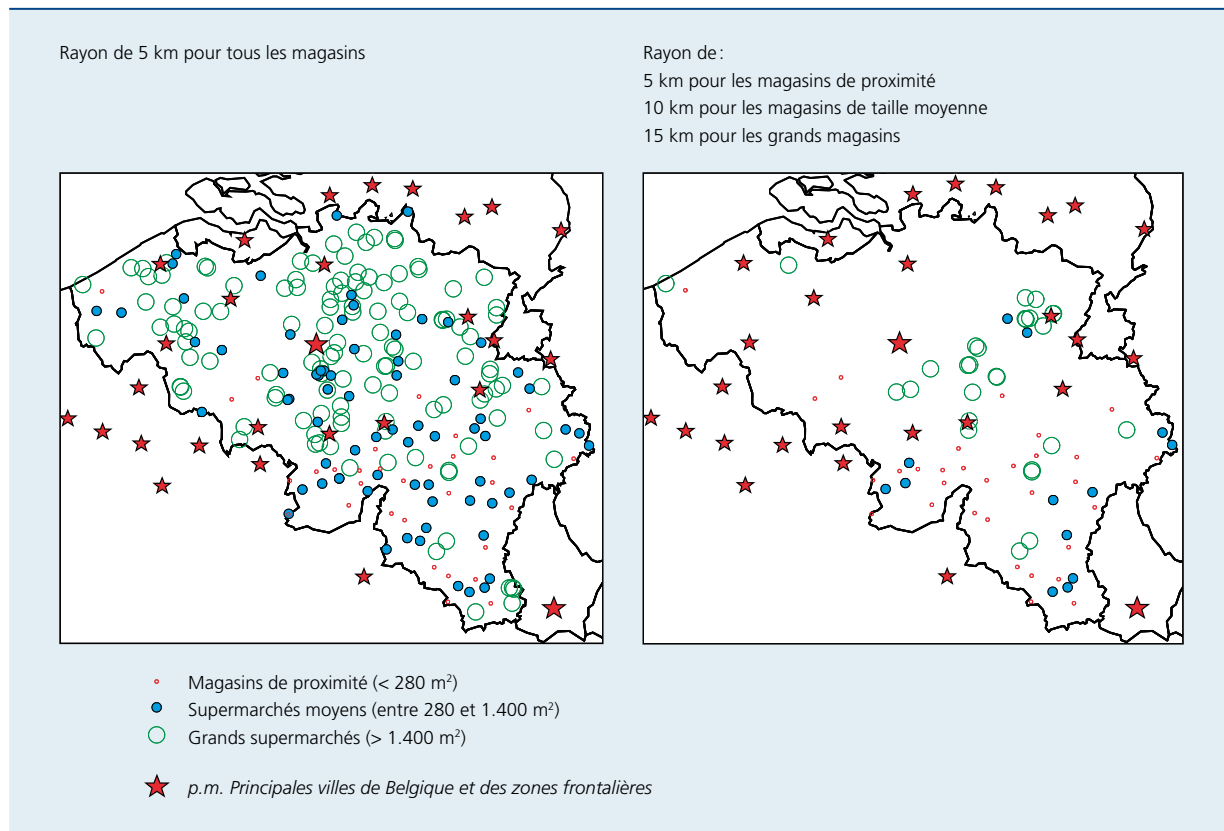
On observe le même type de répartition géographique dans les pays voisins⁽¹⁾. Sur la carte, une concentration élevée de magasins apparaît dans la région autour de Lille en France et vers Mons d'un côté et Courtrai de l'autre, là où la densité de la population est élevée. Par contre, le long de la frontière avec la botte du Hainaut ou la province de Luxembourg, la densité de magasins est – comme dans la partie correspondante en Belgique – nettement inférieure, à l'exception de la région frontalière France-Belgique-Luxembourg. Le long du reste de la frontière belgo-luxembourgeoise, la densité de magasins est également relativement faible (mais les données pour le Luxembourg ne sont pas exhaustives). La situation est sans doute similaire le long de la frontière avec l'Allemagne, mais là aussi les données manquent.

Autour d'Aachen et puis vers Maastricht le nombre de magasins augmente de nouveau significativement, toujours en lien avec l'activité économique et la population. La situation le long du reste de la frontière entre la Belgique et les Pays-Bas révèle une concentration élevée répartie assez uniformément, conformément à la densité de population élevée présente aux Pays-Bas.

En poussant l'analyse un cran plus loin, il est possible de mesurer le degré de concurrence au niveau local en Belgique. L'encadré 2 détaille les concepts et les principaux résultats s'inspirant de deux études à l'étranger, l'une pour le Royaume-Uni et l'autre pour la France.

(1) Sur la base de données supplémentaires récoltées auprès de sources nationales, il a été possible d'établir la carte des commerces alimentaires libre service frontaliers. Dans certains cas, des variables comme la surface des magasins ont dû être – partiellement – estimées. Dans d'autres (Allemagne, Luxembourg), les sources ne sont pas exhaustives. Au total environ 2.800 points de ventes ont été identifiés dans les quatre pays limitrophes. Plus de 2.200 sont situés à moins de 50 km d'un point de vente en Belgique. Logiquement ce nombre décroît avec la distance considérée: il en reste un peu moins de 1.000 à 15 km, environ 500 à 10 km et environ 221 à 5 km d'un magasin en Belgique. La distance est en général plus courte en France qu'aux Pays-Bas.

GRAPHIQUE 7 LOCALISATION DES COMMERCES DE DÉTAIL ALIMENTAIRES PRÉSENTANT UN POUVOIR DE MARCHÉ SIGNIFICATIF⁽¹⁾



Sources : Chambre de Commerce du Grand-Duché de Luxembourg (LU), Google Maps (DE), Atlas Commercial SaarLorLux (DE, LU), INSEE (FR), KVH(NL), SPF Économie (BE), BNB.
(1) Parts de marché (estimées sur base des surfaces) supérieures à 60 p.c. Il s'agit de parts de marché consolidées au niveau du groupe et tenant compte des magasins frontaliers.

Au total, les indicateurs obtenus permettent de relativiser les résultats provenant de la comparaison d'indices de Herfindahl (IHH) nationaux: le nombre de commerces présentant un pouvoir de marché significatif au niveau local semble plus faible en Belgique qu'au Royaume-Uni et en France. Ceci indique une concurrence locale plus forte malgré un IHH plus élevé.

De plus, la carte localisant les points de ventes à pouvoir de marché significatif montre que, dans le plupart des cas, il s'agit de points de vente situés sur des marchés moins porteurs, c.-à-d. dans des régions où la densité de population est moindre, situations pour lesquelles la définition du marché local (la longueur du rayon) elle-même est peut-être inadéquate, les ménages y étant accoutumés à parcourir de plus grandes distances pour accéder aux services. C'est particulièrement flagrant pour les superettes (marché de 5 km) et les supermarchés moyens (marché de 10 km), presque tous localisés dans la partie la moins peuplée de Wallonie. Dans le cas des grands supermarchés,

il apparaît clairement que le passage d'un marché défini de manière étroite (5 km) à un marché plus large (15 km) réduit significativement le nombre de situations à pouvoir de marché. Parmi les cas potentiellement problématiques restants, une partie importante est à nouveau située au sud de la Wallonie.

En conclusion, il ressort de ces indications que la localisation des supermarchés est conforme aux attentes et ne semble pas présenter de signe de dysfonctionnement généralisé. En outre, la concurrence au niveau local semble relativement bien jouer son rôle en Belgique, même si cette situation doit beaucoup à la forte densité de la population. Recoupant l'interprétation nuancée des indicateurs de réglementation en matière d'implantation des supermarchés présentés dans le chapitre 1, cette analyse suggère que l'impact effectif de ces réglementations, ressenties comme étant strictes, sur le degré de concurrence au niveau local pertinent est plutôt limité.

Encadré 2 – Une mesure du degré de concurrence locale

S'inspirant d'une étude publiée en 2008 par l'autorité de la concurrence du Royaume-Uni, la UK Competition Commission (UKCC), le degré de concurrence au niveau local a été mesuré pour la Belgique sur la base des données concernant la localisation des supermarchés.

Pour ce faire, les marchés de référence sont d'abord définis en fonction de la taille des magasins. En effet, selon l'étude du UKCC, les consommateurs ne considèrent pas des magasins de tailles différentes comme des substituts parfaits. Ainsi, pour les supermarchés de grande taille, le substitut le plus proche est un autre supermarché de grande taille: à la suite d'une hausse de prix faible mais significative, la majorité des consommateurs qui changent de point de vente se dirigera vers un point de vente de grande taille, mais pas vers des points de vente de moyenne ou de petite taille. Dès lors, les grands magasins subissent principalement (hypothèse retenue dans l'exercice: uniquement) la concurrence des autres grands magasins. Dans notre exercice, ils sont définis comme des magasins ayant une surface supérieure à 1.400 m². Les magasins de taille moyenne (surface entre 280 et 1.400 m²) subissent non seulement la concurrence des autres magasins de taille comparable, mais aussi celle des grands magasins. Les petits magasins (surface inférieure à 280 m²) ne sont en revanche pas des concurrents pertinents pour les magasins de taille moyenne. Enfin, les magasins de petite taille subissent la concurrence des trois types de magasins. Cela permet donc de définir trois marchés de référence.

Dans un deuxième temps, à cette définition selon la taille des supermarchés s'ajoute une dimension locale ou géographique. Il découle de l'étude du UKCC que les grands supermarchés sont en général en concurrence avec les autres grands supermarchés situés dans un rayon (isochrone) de 10 à 15 minutes en voiture autour d'eux. À défaut de données détaillées sur les temps de parcours en Belgique à un niveau aussi détaillé, l'analyse présentée ci-après approxime ces isochrones par des rayons « à vol d'oiseau » de 5, 10 ou 15 km autour de chaque magasin. Dans le cas de la Belgique il est également important de tenir compte de la concurrence transfrontalière. Pour la France et les Pays-Bas, des données comparables ont pu être trouvées mais, pour l'Allemagne et le Luxembourg, on dispose uniquement de données partielles. Les résultats qui tiennent compte du marché transfrontalier sont



donc en principe les plus pertinents, mais sous-estiment dans la pratique quelque peu le degré de concurrence effective, notamment dans les régions proches de l'Allemagne et du Luxembourg.

MAGASINS PRÉSENTANT UN POUVOIR DE MARCHÉ SIGNIFICATIF SUR LEUR MARCHÉ LOCAL

(pourcentages, entre parenthèses pourcentages correspondants lorsqu'il est tenu compte du marché transfrontalier)

	Grands supermarchés > 1.400 m ² (n = 564)	Supermarchés moyens, entre 1.400 m ² et 280 m ² (n = 2.753)	Magasins de proximité < 280 m ² (n = 978)
Belgique⁽¹⁾			
Rayon de 5 km	13,1 (12,6)	3,1 (2,9)	3,1 (n.)
Rayon de 10 km	3,0 (2,8)	0,3 (0,2)	
Rayon de 15 km	1,2 (0,9)		
Belgique – avec consolidation des parts de marché au niveau du groupe⁽²⁾			
Rayon de 5 km	28,1 (27,5)	5,1 (4,8)	3,8 (n.)
Rayon de 10 km	14,0 (13,5)	1,1 (0,9)	
Rayon de 15 km	9,6 (7,3)		
<i>p.m. Royaume-Uni</i>	<i>(n = 1.853)</i>	<i>(n = 4.265)</i>	
10 minutes de temps de conduite	27	22	n.
15 minutes de temps de conduite	11	10	n.

Sources: UKCC, BNB.

(1) Parts de marché, estimées sur la base des surfaces, supérieures à 60 p.c.

(2) Parts de marché, estimées sur la base des surfaces, consolidées au niveau du groupe supérieures à 60 p.c.

L'indicateur du degré de concurrence au niveau local retenu dans l'étude du UKCC est le nombre de magasins disposant, sur leur marché local pertinent, d'une part de marché supérieure à 60 p.c. Ce nombre est ensuite exprimé en pourcentage du total des magasins. On a retenu le même indicateur, mais la part de marché a dû être calculée sur la base de la surface des magasins, et non sur la base du chiffre d'affaires (par manque de données concernant les chiffres d'affaires par magasin individuel). De plus, il convient de tenir compte du fait que sur le marché géographique d'un magasin, d'autres magasins appartenant (ou apparentés) à un même groupe sont également actifs, ce qui réduit *de facto* la concurrence effective, puisque des stratégies de groupe peuvent être mises en place. Dès lors, on a également considéré un indicateur basé sur les parts de marché consolidées au niveau des groupes. Cet indicateur, en principe plus pertinent, peut toutefois surestimer quelque peu le manque de concurrence pour deux raisons. D'abord, il existe un léger risque de double comptage: plusieurs magasins appartenant à un même groupe et actifs dans une zone proche pouvant être tour à tour identifiés comme disposant d'un pouvoir de marché, alors qu'en réalité ils se partagent ce pouvoir. Deuxièmement, il n'est pas impossible que, dans certains cas, des magasins gérés par des indépendants ou des franchisés se fassent également concurrence entre eux, même au sein d'un même groupe. Ce phénomène peut être relativement important dans le cas des magasins de moyenne et de petite taille.



Considérant les grands supermarchés sur un marché défini par un rayon de 5 km, il ressort que 28 p.c. de ceux-ci disposent d'un pouvoir significatif lorsqu'il est tenu compte des parts de marché consolidées au niveau du groupe. En étendant le rayon à 10 km ou à 15 km, distance qui semble plus adéquate pour caractériser le marché potentiel pour un grand supermarché, il ressort qu'il n'y a plus que 14 p.c. ou seulement 9,6 p.c. des supermarchés qui peuvent être considérés comme disposant d'un pouvoir de marché selon la définition retenue. Bien que la prise en compte du commerce transfrontalier n'influe que de manière marginale sur les résultats globaux, l'effet est significatif pour les zones frontalières.

Les chiffres correspondants disponibles pour le Royaume-Uni sont assez semblables, avec 27 p.c. à 11 p.c. de grands supermarchés en position de force sur leur marché. Cependant, la définition de pouvoir de marché significatif dans l'étude UKCC imposant un critère supplémentaire (qu'il n'y ait que trois concurrents ou moins) et étant basée sur des parts de marché non consolidées, on peut conclure que la concurrence locale semble plus forte en Belgique.

En ce qui concerne le marché des supermarchés moyens, la part de points de ventes considérés comme étant en position dominante sur des marchés de 5 à 10 km varie entre 5,1 et 1,1 p.c., des taux largement inférieurs à ceux enregistrés au Royaume-Uni, qui indiquent que la concurrence dans ce segment semble jouer largement. Avec seulement 3,8 p.c. de points de ventes en position de force sur un marché de 5 km, le constat est similaire pour les magasins de proximité. En pratique, ces résultats sont toutefois moins pertinents que dans le cas des supermarchés moyens et grands dans la mesure où il conviendrait de tenir compte d'un marché géographique plus étroit, 1 km par exemple, pour délimiter le marché sur lequel les autres magasins de proximité sont des concurrents. Par ailleurs il conviendrait également de tenir compte des autres petits magasins du commerce de détail (superettes de moins de 100 m² et magasins spécialisés) qui font probablement partie du même marché.

Ces résultats sont par ailleurs confirmés par un test de robustesse basé sur une seconde étude portant sur la France réalisée en 2008 par Asterop, un bureau d'études en (géo)marketing⁽¹⁾. S'inspirant de cette étude, la dimension locale a été approximée par un cercle de 18,5 km de rayon⁽²⁾. L'indicateur retenu mesure le nombre de marchés locaux dominés par un ou deux *leaders*. Un marché dominé par un seul groupe correspond à un marché où le *leader* possède au moins 25 p.c. de parts de marché et une avance de 10 points de parts de marché par rapport au second⁽³⁾. Un marché dominé par deux groupes a été défini par analogie en prenant comme point de départ les parts de marchés cumulées des deux groupes dont les parts de marchés sont les plus importantes. Il en ressort qu'en Belgique 35 p.c. des supermarchés présenteraient une forme de pouvoir de marché. Cela semble nettement inférieur à la situation décrite pour la France où 87 p.c. des zones sont caractérisées par un manque de concurrence. Ces différences s'expliquent probablement par le fait que la France est caractérisée par une part importante de supermarchés de grande taille pour une densité de population plus faible qu'en Belgique, de même que – jusqu'il y a peu – par une législation ayant tendance à protéger les supermarchés existants.

Au total, ces résultats laissent suggérer que globalement la concurrence peut jouer son rôle au niveau local sans entraves majeures en Belgique.

(1) Un résumé de l'étude est disponible à l'adresse suivante : <http://www.asterop.com/fr/etudes/localenseignes.aspx>.

(2) L'étude de référence définit en fait des « zones de vie », au nombre de 630 et de taille variable, correspondant à des espaces géographiquement délimités spécialement étudiés pour correspondre au mieux aux réalités économiques, contrairement au découpage administratif classique (départements, cantons, etc.). Ces zones sont de tailles variables, mais la taille moyenne d'une zone correspond à un cercle de 18,5 km de rayon.

(3) 15 points si le *leader* dépasse 40 p.c. de parts de marché.

4. Niveau des prix

L'objet de la présente section est d'analyser la position relative de la Belgique par rapport à la zone euro et à ses trois principaux voisins (Allemagne, France, Pays-Bas), en termes de niveau des prix pratiqués par le secteur du commerce de détail. Cette analyse se base sur deux sources d'information, utilisées dans de nombreuses études (Allington, Kattuman et Waldmann, 2005 ; Rogers, 2007).

La première source est Eurostat. Cette institution publie des indices de prix relatifs (indice des prix Parité de pouvoir d'achat) qui permettent de comparer la position relative des prix dans un pays membre de l'Union européenne avec la moyenne de l'UE15. Les données utilisées dans cet article portent sur la période allant de 1995 à 2007 et concernent le prix relatif d'une sélection de produits vendus principalement par les entreprises du secteur du commerce de détail (NACE 52), à savoir les produits alimentaires et les boissons, les vêtements et les chaussures, les produits d'entretien et d'équipement du logement et les produits d'hygiène personnelle.

La seconde source de données est la base de données CityData produite par l'Economic Intelligence Unit. L'objectif de cette banque de données est de fournir une information détaillée du coût de la vie dans 140 villes (principalement des capitales ou de très grandes villes), réparties dans le monde, sur la base des relevés de prix d'un panier homogène de produits. Ces données sont disponibles annuellement pour la période 1990-2008.

Contrairement aux données Eurostat, les données CityData décrivent le niveau de prix exprimé en unité monétaire locale pour un panier de produits et services identiques dans chaque pays. De plus, les données

disponibles sont relatives à des produits et non pas à un groupement de produits. Elles permettent donc une comparaison plus fine entre pays. Enfin, contrairement à la banque de données Eurostat, les données CityData permettent de distinguer les prix pratiqués dans différents types de magasins (petit commerce, grandes surfaces, chaînes de distribution de vêtements, etc.). Si cette banque de données présente certains avantages par rapport aux données publiées par Eurostat (observation des prix en niveau, homogénéité des produits, segmentation par types de distributeurs), elle a également quelques inconvénients, notamment en termes de représentativité des relevés de prix (couverture géographique limitée aux grandes villes et capitales, panier représentatif de la consommation d'un cadre dans une entreprise multinationale).

Sur la base de ces deux sources, trois paniers de référence ont été construits en fonction du type de point de vente : un panier « Eurostat » composé de 13 catégories de produits, un panier « CityData – Grandes surfaces » et un panier « CityData – Petit commerce » composés tous les deux de 88 produits. Trois autres paniers de comparaison ont également été construits sur la base des données CityData : un panier de 16 produits vendus par des petits commerces d'habillement, le même panier pour les magasins de vêtements appartenant à des chaînes de distribution, et un panier de 36 produits (hors vêtements) et services non vendus en grandes surfaces. La composition de ces paniers est présentée dans l'encadré 3.

Une analyse des différentiels de prix calculés sur la base des paniers « Eurostat » et « CityData – Grandes surfaces » indique que le différentiel entre les prix pratiqués en Belgique et dans la zone euro est généralement positif. En 2007, il s'élevait à 7,7 p.c. sur la base du panier

Encadré 3 – Les trois paniers de référence et les trois paniers de comparaison

Les paniers de références

Le panier « Eurostat » est composé de 13 catégories de produits distribués par les entreprises du secteur du commerce de détail. Ces catégories sont : « Pains et céréales », « Viande », « Poisson », « Lait, fromage et œufs », « Huiles et graisses », « Fruits et légumes » (y compris pommes de terre), « Autres produits alimentaires », « Boissons non alcoolisées », « Boissons alcoolisées », « Tabac », « Vêtements et chaussures », « Meubles, équipement pour la maison et produits d'entretien », « Biens et services divers ». Ces produits couvrent les catégories 01, 02, 03, 05 et 12 de la classification internationale COICOP.



Les paniers « CityData – Grandes surfaces » et « CityData – Petit commerce » sont composés de 88 produits : pain blanc, beurre, margarine, riz, spaghetti, farine, sucre, fromage, cornflakes, yaourt, lait, huile d'olive, huile de maïs ou d'arachide, pommes de terre, oignons, champignons, tomates, carottes, oranges, pommes, citrons, bananes, laitues, œufs, petits pois, tomates en boîte, pêches en boîte, ananas en tranche, filet mignon, steak, bouilli, rôti de bœuf, haché, côtes de veau, filet de veau, rôti de veau, gigot d'agneau, côtes d'agneau, navarin d'agneau, côtes de porc, longe de porc, jambon, lard, poulet surgelé, poulet frais, fish stick, poisson frais, café soluble, café en grains, thé, cacao, boisson chocolatée, coca-cola, eau gazeuse, eau minérale, jus d'orange, vin de table, vin de qualité supérieure, vin de très grande qualité, bière locale, bière de qualité supérieure, whisky, gin, vermouth, cognac, liqueur, savon, produit à lessiver, mouchoirs en papier, liquide vaisselle, insecticide, ampoules électriques, piles, poêle à frire, grille-pain, lavoir, nettoyage à sec (costume homme, robe, pantalon), aspirines, lames de rasoir, dentifrice, lotion pour les mains, shampoing, rouge à lèvres, cigarettes (2 marques).

Les paniers de comparaison

Les paniers « CityData – Vêtements – Petit commerce » et « CityData – Vêtements – Chaînes de distribution » sont composés des 16 produits suivants : costume (homme), chaussures (homme), imperméable (homme), robe, chaussures (femme), cardigan (femme), imperméable (femme), bas, jeans (enfant), chaussures (enfant), chaussures de sport (enfant), robe (enfant), veste (enfant), pantalon (enfant).

Le panier « CityData – Produits et services non vendus dans le commerce de détail » est composé de 36 produits : boisson au bar d'un hôtel international, repas dans un établissement de restauration rapide, location de voiture (2 catégories de véhicule), chambre dans un hôtel international, chambre dans un hôtel moyen, plat du jour dans un restaurant, repas deux services dans un restaurant, baby-sitter, tarif horaire personnel domestique, consultation chez le dentiste (2 types de services), droit d'usage d'un parcours de golf, tarif piscine, location terrain de tennis, CD, place de cinéma, place de théâtre ou de concert, journal local, journal international, magazine international, film photo couleur, roman, essence sans plomb, taxi (3 tarifs), tarif garagiste, électricité, gaz, téléphone (ligne fixe, communication locale) et eau.

« Eurostat » et à 8,7 p.c. selon le panier « CityData – Grandes surfaces » (7,8 p.c. en 2008 selon cette source). Ces deux sources donnent donc des indications convergentes. Ce différentiel positif s'explique principalement par le fait que les prix observés dans les pays du sud de la zone euro sont en général plus faibles que ceux pratiqués en Belgique, en particulier en Espagne (différentiel moyen de 19 p.c. en 2007 selon Eurostat), au Portugal (différentiel moyen de 20,5 p.c. en 2007 selon Eurostat) et en Grèce (différentiel moyen de 8,7 p.c. en 2007 selon Eurostat). Par contre, en ce qui concerne le petit commerce de détail, les informations disponibles indiquent que le niveau moyen des prix observés en Belgique ne semble pas différer significativement du niveau moyen observé dans l'ensemble de la zone euro.

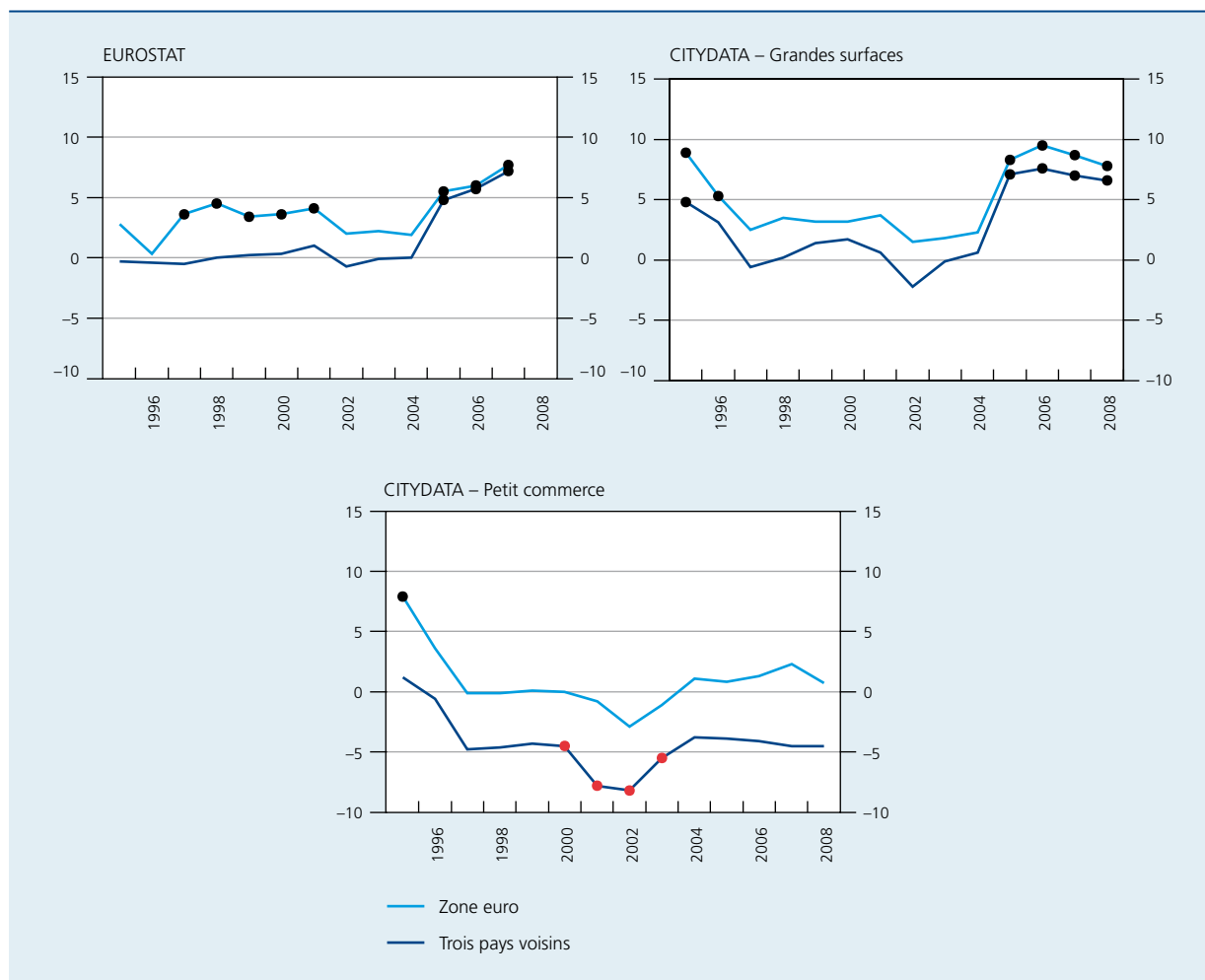
Par rapport aux prix pratiqués dans les trois pays voisins, le différentiel moyen calculé sur la base des paniers « Eurostat » et « CityData – Grandes surfaces » est, jusque 2004, proche de 0. Toutefois, à partir de 2005, on observe

un accroissement significatif du différentiel moyen, principalement pour les prix relevés dans les grandes surfaces. En moyenne, sur les quatre dernières années disponibles, les prix pratiqués par les grandes surfaces en Belgique ont été, selon le panier « CityData – Grandes surfaces », 7,1 p.c. plus élevés que ceux pratiqués chez nos voisins. Sur la base du panier « Eurostat », le différentiel moyen sur la période 2005-2007 était quant à lui de 5,9 p.c. Par contre, si l'on considère le panier « CityData – Petit commerce », les prix pratiqués en Belgique sont, depuis 1997, en moyenne 5 p.c. moins élevés que les prix pratiqués en Allemagne, en France et aux Pays-Bas.

En résumé, les deux comparaisons indiquent une détérioration significative de la position relative de la Belgique en termes de niveau de prix depuis 2005. Cette détérioration concerne la position relative de la Belgique par rapport à ses pays voisins et, selon la banque de données CityData, se localise principalement dans le secteur du

GRAPHIQUE 8 DIFFÉRENTIEL DE PRIX MOYEN DE LA BELGIQUE PAR RAPPORT À LA ZONE EURO ET À LA MOYENNE DE SES TROIS PRINCIPAUX VOISINS⁽¹⁾

(points de pourcentage, différence de la Belgique par rapport à la zone de référence)



Sources : Eurostat, CityData.

(1) Un marqueur noir (rouge) indique un différentiel de prix significativement positif (négatif), au seuil de significativité de 5 p.c.

commerce de détail en magasins non spécialisés (secteur NACE 52.1). Sur la base des données relatives aux trois paniers de comparaison, l'analyse du différentiel de prix entre la Belgique et ses trois voisins n'indique en effet aucune dégradation de la position relative de la Belgique.

En ce qui concerne les deux paniers de vêtements, on observe, au départ d'un handicap moyen de 10 p.c. en 1995, une évolution très favorable pour le prix des vêtements vendus dans des magasins appartenant à des chaînes de distribution pour aboutir à un différentiel de prix moyen de -28 p.c. en 2008. La situation en termes de prix dans le petit commerce de vêtement semble être structurellement favorable à la Belgique, avec un

différentiel de prix moyen sur la période 1995-2008 de -15,5 p.c. Soulignons cependant que ces deux paniers de biens ne sont composés que de 16 produits, ce qui limite leur représentativité et amplifie l'effet des valeurs extrêmes sur la moyenne.

Un facteur explicatif du niveau moyen des prix moins élevés des produits distribués dans d'autres commerces que les grandes surfaces peut être lié à la spécificité de la banque de données CityData. En effet, comme indiqué ci-dessus, les niveaux de prix publiés dans cette banque de données ne sont collectés que dans les grandes villes. Pour la Belgique, les prix ne sont relevés qu'à Bruxelles. Pour l'Allemagne, on ne dispose de données que pour les villes de Francfort, Munich, Berlin et Hambourg. Pour la

France, pour Paris et Lyon. Et enfin, pour les Pays-Bas, on ne dispose que de relevés de prix à Amsterdam.

En tenant compte des spécificités des villes où sont collectés les prix, le différentiel de prix favorable observé en Belgique pour ces trois paniers de comparaison peut s'expliquer notamment par un coût moins élevé des surfaces commerciales. En effet, selon la banque de données CityData, le coût moyen de la location annuelle d'un mètre de carré de bureau était, au cours de la période 2000-2007, de 328,75 EUR à Bruxelles, 362,72 EUR en Allemagne (Berlin, Frankfurt, Munich, Hambourg), 546,94 EUR en France (Paris, Lyon) et 418,38 EUR à Amsterdam. Cet indicateur est probablement une bonne approximation du coût associé à un bail commercial pour un petit commerce, mais pas nécessairement pour une grande surface pour laquelle d'autres facteurs influencent le coût au m² (contraintes légales pour l'implantation, implantation en périphérie des grandes villes, etc.).

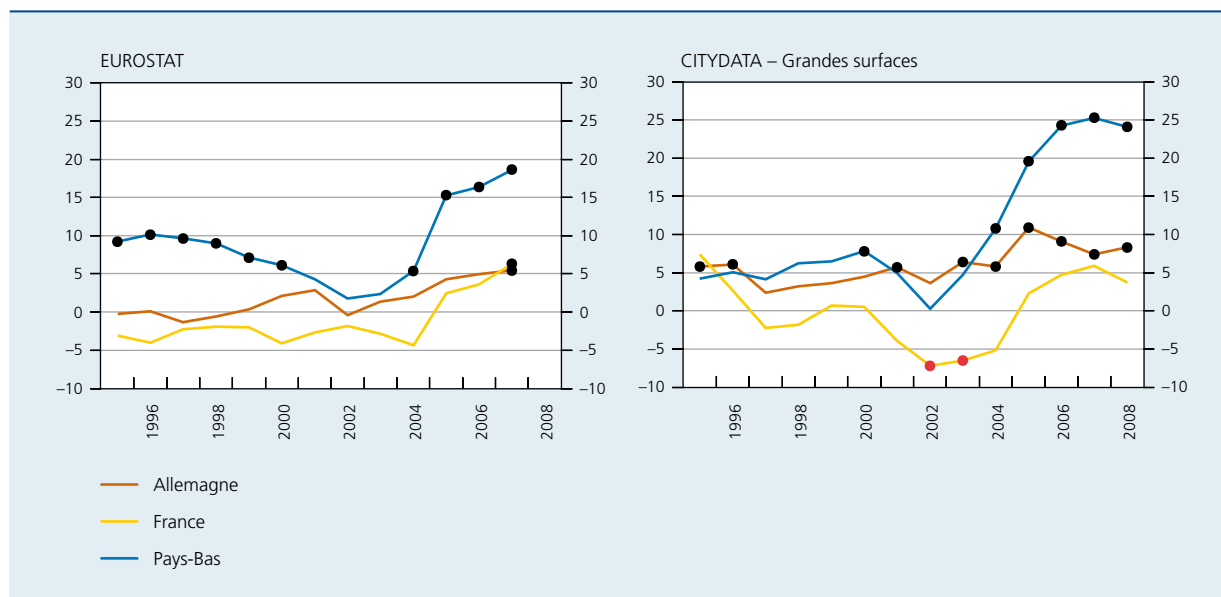
Les indicateurs présentés ci-dessus mettent en avant une évolution particulière des prix dans les grandes surfaces en Belgique par rapport aux trois pays voisins. Une analyse plus fine de la situation des prix par rapport à ces trois pays montre que la dégradation observée à partir de 2005 est principalement due à la situation relative des prix en Belgique par rapport aux Pays-Bas, et dans une moindre mesure par rapport à l'Allemagne.

En effet, le différentiel de prix moyen par rapport aux Pays-Bas est passé de 5,5 p.c. pour la période 1995-2004 à 23,3 p.c. pour la période 2005-2008, sur la base du panier « CityData – Grandes surfaces ». Par rapport à l'Allemagne, le différentiel moyen est passé de 4,7 p.c. sur la période 1995-2004 à 8,9 p.c. pour la période récente, selon cette même source. Le différentiel de prix avec la France est quant à lui rarement significatif. En particulier, sur la base des données CityData pour la période 2005-2008, le prix moyen dans les grandes surfaces en Belgique ne diffère pas significativement du prix moyen dans les grandes surfaces françaises.

Une évolution similaire est constatée sur la base des données Eurostat, même si des différences en termes de niveaux sont observées. Par exemple, le différentiel moyen par rapport à l'Allemagne passe de 0,6 p.c. sur la période 1995-2004 à 4,9 p.c. sur la période 2005-2007. Par rapport aux Pays-Bas, le différentiel moyen est de 6,5 p.c. sur la période 1995-2004 et de 16,8 p.c. sur la période 2005-2007. Une différence notable est à observer pour la France. Selon Eurostat, le différentiel de prix moyen par rapport à ce pays est devenu significativement positif en 2007.

Sur le plan théorique, deux grandes sources de différences de niveaux de prix entre deux pays membres d'une union économique et monétaire peuvent être avancées.

GRAPHIQUE 9 DIFFÉRENTIEL DE PRIX MOYEN DE LA BELGIQUE PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE, LA FRANCE ET LES PAYS-BAS ⁽¹⁾
(points de pourcentage, différence de la Belgique par rapport à la zone de référence)



Sources : Eurostat, CityData.

(1) Un marqueur noir (rouge) indique un différentiel de prix significativement positif (négatif), au seuil de significativité de 5 p.c.

Premièrement, les prix plus élevés en Belgique peuvent être le reflet de marges d'exploitation plus importantes, traduisant un degré de concurrence moins élevé que chez nos voisins. Sur la base des données EU KLEMS, Christopoulou et Vermeulen (2008) ont estimé les niveaux de *mark-up* dans plusieurs pays de la zone euro pour l'ensemble des secteurs NACE, pour la période 1981-2004. Leurs estimations relatives au secteur du commerce de détail (NACE 52) indiquent que le *mark-up* en Belgique (21 p.c.) est moins élevé que celui obtenu pour la zone euro (42 p.c.) mais aussi pour la France (24 p.c.) et les Pays-Bas (39 p.c.). Il est cependant plus élevé que celui observé en Allemagne (12 p.c.). Le différentiel de prix défavorable observé par rapport aux Pays-Bas ne semble donc pas le résultat d'un différentiel de marges défavorable. Par contre, le différentiel de prix observé par rapport à l'Allemagne pourrait traduire un niveau de marge plus faible en Allemagne, associé à une part de marché plus importante des *hard discounters*.

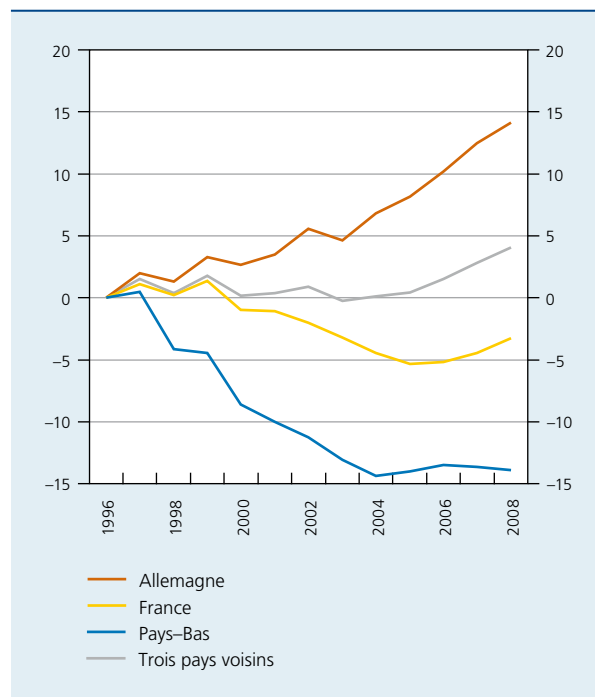
Deuxièmement, des facteurs de coûts spécifiques aux différents pays peuvent également affecter les différentiels de prix par produit. En particulier, les coûts de production des distributeurs peuvent varier sensiblement en fonction des conditions locales.

Ainsi, le coût du travail a augmenté plus rapidement en Belgique que chez ses trois voisins depuis 2005, et en particulier en Allemagne. Ce facteur peut donc également contribuer à expliquer l'évolution du différentiel de prix par rapport à ce pays. Par contre, la détérioration du différentiel de prix observé par rapport aux Pays-Bas à partir de 2004 ne semble pas s'expliquer par une évolution défavorable du coût du travail en Belgique par rapport à ce pays.

En fait, l'évolution défavorable du différentiel de prix dans les grandes surfaces entre la Belgique et les Pays-Bas trouve son origine dans une guerre des prix entre les principaux distributeurs néerlandais. Afin de (re)conquérir des parts de marché, le distributeur « Albert Heijn » a décidé de réduire le prix de plus de 1.000 produits en octobre 2003. Ses principaux concurrents ont immédiatement fait de même, ce qui a entraîné une succession de réduction du prix de certains produits, principalement alimentaires. En décembre 2006, le distributeur « Albert Heijn » a annoncé avoir atteint ses objectifs en matière de part de marché et la situation concurrentielle s'est normalisée. Selon Van Heerde, Gijsbrechts et Pauwels (2008), cette guerre des prix aurait abouti à une diminution de 8,2 p.c. du prix des produits alimentaires. Il convient de noter que cette guerre des prix a été déclarée dans un contexte concurrentiel qui semblait caractérisé par un niveau de marge élevé (39 p.c. selon

GRAPHIQUE 10 ÉVOLUTION RELATIVE DES COÛTS SALARIAUX PAR HEURE PRESTÉE

(points de pourcentage, différence de la Belgique par rapport à la zone de référence)



Source : Conseil central de l'économie.

Christopoulou et Vermeulen, 2008), ce qui offrait aux entreprises du secteur d'importantes possibilités de réduction de prix. Sur la base des estimations de Christopoulou et Vermeulen (2008), les entreprises belges ne disposaient pas de marges de manœuvre aussi importantes.

Si les concurrents néerlandais de « Albert Heijn » ont réagi à ces réductions de prix, cette guerre de prix ne semble pas s'être étendue au delà des frontières néerlandaises ; à tout le moins, elle ne semble pas avoir fait rage chez les distributeurs belges, ce qui pourrait indiquer que les marchés du commerce de détail sont encore relativement cloisonnés géographiquement. Il est possible que des grandes surfaces localisées à proximité de la frontière néerlandaise aient consenti à certaines baisses de prix sans que ces mouvements n'aient contaminé l'ensemble du secteur de la distribution belge.

Une autre manière d'étudier la question de la formation des prix et de la concurrence dans le secteur de la distribution est d'examiner la réponse en termes de prix observée dans différents pays à la suite d'un choc identifiable commun et d'ampleur significative. Un tel choc a été observé pour les produits alimentaires, et plus particulièrement pour les produits laitiers. En effet, le prix du lait

Encadré 4 – Guerre des prix, causes et conséquences

Une guerre des prix est un épisode de réduction des prix qui pousse l'ensemble des intervenants sur un marché à suivre une baisse de prix initiale (Urbany et Dickson, 1991). Contrairement à une situation de concurrence ordinaire, la guerre des prix génère des niveaux de prix non soutenables à long terme. Heil et Helsen (2001) estiment avoir affaire à une guerre des prix lorsque les sept conditions suivantes sont remplies: (1) les acteurs sont plus attentifs aux réactions des concurrents qu'à celles des consommateurs, (2) la réaction de l'ensemble des intervenants à la baisse de prix initiale n'est pas désirée a priori, (3) aucun des acteurs ne souhaite délibérément déclencher la guerre des prix, (4) la réaction des concurrents n'est pas une réaction « ordinaire », (5) les réponses de prix sont plus rapides que d'ordinaire, (6) les prix diminuent, et (7) le mouvement à la baisse des prix n'est pas soutenable.

Un important facteur déclencheur d'une guerre des prix est la concurrence des nouveaux entrants. Une guerre des prix peut donc être due à la mise en place de politiques visant à faciliter l'accès à un marché. Toutefois, l'introduction de réformes structurelles ne déclenche pas nécessairement une guerre des prix. La détérioration des conditions économiques, la faible fidélité à une marque ou la forte sensibilité des consommateurs aux prix peuvent aussi constituer des facteurs déclencheurs.

Les firmes qui lancent une guerre des prix espèrent regagner des parts de marché en améliorant leur image auprès des consommateurs et en éliminant une série de concurrents, ce qui augmente leur pouvoir de marché (et donc leur espérance de profit) à long terme⁽¹⁾. Cependant, il semble que, globalement, les effets d'une guerre des prix soient relativement négatifs pour les entreprises du secteur.

En ce qui concerne la guerre des prix qui a fait rage dans le secteur de la distribution aux Pays-Bas, « Albert Heijn » était confronté au début des années 2000, dans un contexte macroéconomique défavorable, à une perte de parts de marché due à l'arrivée des *hard discounters* Aldi et Lidl. Il avait en outre une image très négative en termes de prix. À la fin de l'épisode de guerre des prix, son image auprès des consommateurs en termes de prix s'était fortement améliorée et un concurrent (Edah) était sorti du marché. Sur le plan sectoriel, si, à court terme, la baisse des prix a été profitable aux consommateurs et à la firme qui a déclenché la guerre des prix, la diminution des marges dans le secteur de la distribution pourrait avoir des conséquences négatives à long terme, en termes d'investissements en R&D ou de qualité des services fournis. En outre, la plus forte concentration du secteur et la moins forte concurrence qui en résulte pourraient aussi avoir des conséquences négatives à long terme sur l'évolution des prix (restauration rapide de marges plus élevées que pendant la période initiale).

Globalement, on peut donc considérer qu'une guerre des prix est un épisode se situant entre deux situations d'équilibre sur le marché. Si au cours de cette transition, la situation semble profitable aux consommateurs, il se peut qu'à long terme un tel phénomène ait des conséquences négatives pour les consommateurs (concurrence uniquement sur les prix au détriment de la qualité, moins d'investissements en R&D, plus forte concentration du secteur).

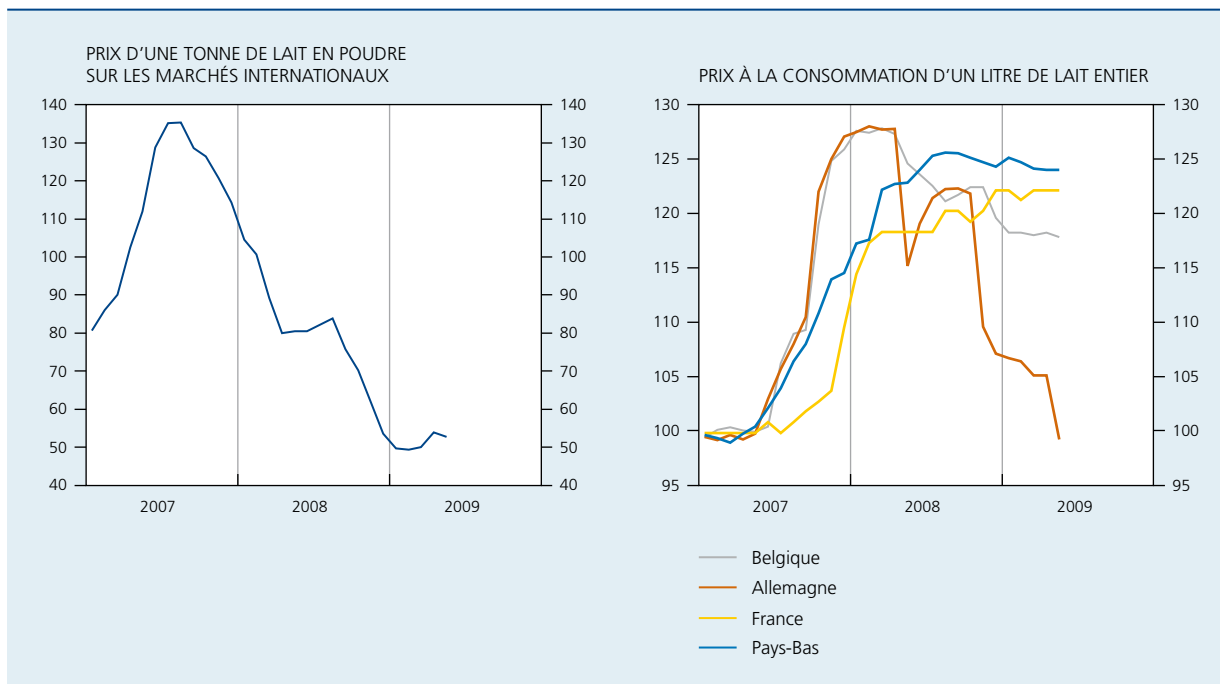
(1) Par exemple, lors de la reprise des hypermarchés et des supermarchés GB par le groupe Carrefour en juillet 2000, le groupe français avait annoncé qu'il entendait mener une guerre des prix afin de reconquérir des parts de marché.

sur les marchés internationaux a augmenté de manière très prononcée au cours du premier semestre de 2007 avant de baisser à nouveau. Les prix à la consommation ont suivi avec quelques mois de retard mais pas toujours dans la même mesure. Il faut toutefois préciser que cette approche comporte des limites importantes puisqu'elle

n'intègre pas les maillons de la chaîne de production situés entre le producteur initial et le consommateur final: la modification des prix à la consommation n'est pas toujours exclusivement le résultat de la politique de prix du secteur de la distribution. Néanmoins, il est possible d'en tirer plusieurs enseignements.

GRAPHIQUE 11 PRIX DU LAIT

(indices premier semestre 2007 = 100)



Sources : AAE, CPB (NL), DESTATIS (DE), INSEE (FR), DGSIE (BE).

Tout d'abord, à la suite du choc initial, la hausse des prix à la consommation du lait a été très importante en Belgique, plus qu'en France et qu'aux Pays-Bas, mais d'une ampleur similaire à celle observée en Allemagne. L'ampleur de cette transmission des impulsions haussières des coûts ne permet cependant pas de tirer des conclusions quant au degré de concurrence. Celle-ci peut tout aussi bien témoigner d'une formation des prix peu concurrentielle que du contraire: dans un environnement fortement concurrentiel, en effet, ne pas répercuter la hausse des coûts sur le consommateur n'est pas chose commode pour les divers intervenants de la filière, de la production à la distribution en passant par la transformation, compte tenu de leurs marges en principe déjà étroites.

Par contre, la symétrie (ou l'absence de symétrie) entre la phase de hausse initiale et la phase de repli enregistrée depuis le second semestre 2008 peut être le signe d'une formation des prix plus (ou moins) concurrentielle. La Belgique semble ici occuper une position intermédiaire; si la baisse des prix à la consommation à la suite de la baisse des coûts n'a pas été symétrique à la hausse, ni aussi prononcée qu'en Allemagne, elle est plus marquée qu'en France et aux Pays-Bas où les prix du lait ont à peine reflué en 2008 et durant les premiers mois de 2009.

Conjugée aux différences observées entre pays, cette asymétrie entre les phases ascendante et descendante peut donc donner à penser que la formation des prix est en Belgique moins concurrentielle qu'en Allemagne, mais relativement plus qu'en France ou aux Pays-Bas. La position moins favorable de ce dernier pays, qui a connu une guerre des prix dans un passé récent, pourrait aussi s'expliquer par les effets potentiellement néfastes à plus long terme d'une telle guerre, tels que décrits dans l'encadré 4.

Conclusion

Le secteur de la distribution constitue un maillon essentiel de l'économie. D'une part, en raison de son poids intrinsèque en termes de valeur ajoutée ou d'emploi, il contribue de manière significative aux performances globales de l'économie, notamment en matière de productivité et, *in fine*, de création de revenus. D'autre part, via son rôle spécifique d'acheminement des biens vers le consommateur final, il influence directement le bien-être de celui-ci par la diversité des biens proposés et par le niveau de leur prix.

À cet égard, les réglementations spécifiques au secteur, si elles se justifient par des considérations sociétales générales d'aménagement du territoire, de protection du temps libre des travailleurs, etc. – voire parfois par une prise en compte des intérêts spécifiques de certains groupes –, sont susceptibles de constituer un frein à l'efficacité purement économique. En dépit des avancées réalisées en Belgique au cours des dernières années, certaines de ces dispositions font régulièrement l'objet de l'attention du FMI et de l'OCDE lors de leur examen de la position structurelle de l'économie, d'autant que l'évolution de l'activité et de la productivité dans le secteur de la distribution paraît en retrait par rapport à celle observée dans les pays plus dynamiques d'Europe ou aux États-Unis. Ces développements signaleraient un niveau insuffisant de concurrence, ce qui pourrait donner lieu à un niveau de prix trop élevé.

La présente note vise à objectiver ces constatations, en croisant les différentes sources d'information disponibles.

Tout d'abord, les indicateurs de l'OCDE montrent que la réglementation encadrant le secteur de la distribution est relativement restrictive en Belgique. Certes, la prudence s'impose dans l'utilisation des indicateurs de l'OCDE en raison de la difficulté de traduire les dispositions légales nationales en une donnée chiffrée comparable internationalement. Néanmoins, le faisceau des indices présentés et la confrontation des résultats aux textes de loi tendent à indiquer que, pour la plupart des grands thèmes considérés par l'OCDE, la réglementation en Belgique est parmi les cinq plus contraignantes des pays couverts. Les conditions opérationnelles – le caractère national des limitations des jours et heures d'ouverture des (grands) magasins et les monopoles de distribution de certains produits, notamment les médicaments – sont particulièrement encadrées en Belgique et constituent un frein plus important que les conditions d'accès au marché ou la réglementation directe des prix.

En matière de performances économiques du commerce, il convient de noter qu'à l'instar de la plupart des autres secteurs d'activité, le commerce conserve en Belgique un niveau de productivité supérieur à celui de la plupart des autres pays européens et même à celui des États-Unis. Toutefois, contrairement à ce que l'on observe dans d'autres branches, cette position favorable a été érodée au cours des dix dernières années. Il apparaît en effet que la difficulté principale de la Belgique réside dans son incapacité à améliorer l'efficacité des facteurs de production mis en œuvre. Ainsi, la croissance relativement soutenue des investissements, notamment en TIC, est contrebalancée par une évolution défavorable de la productivité totale des facteurs. La poursuite de ce mouvement pourrait

peser sur la compétitivité globale du secteur de la distribution en Belgique et, associée à la plus grande ouverture internationale que pourrait induire la transposition de la directive Services à la fin de l'année 2009, constituer une menace pour sa pérennité.

Le poids de la réglementation constitue sans doute un élément d'explication, mais il n'est pas le seul. Tout d'abord, la taille du marché, y compris la segmentation entre les pays européens, voire au sein même de la Belgique en raison des différences culturelles, limite les possibilités d'exploiter les économies d'échelles. D'autre part, au-delà du secteur de la distribution, le fonctionnement général des marchés des produits et du travail ou l'esprit d'entreprise présent dans l'économie interviennent également.

En dépit de l'importance de la réglementation, on ne constate pas d'anomalies frappantes en matière de concurrence en Belgique. Le commerce de détail alimentaire non spécialisé est caractérisé par un nombre croissant de grands magasins, de même que par un nombre croissant de *hard discounters*. Ce dernier phénomène va de pair avec une part importante des produits de marques génériques, également dans les points de vente traditionnels. Par ailleurs, malgré des indicateurs globaux indiquant une certaine concentration au niveau national, la concurrence locale semble relativement forte: seul un nombre limité de points de vente dispose d'une position dominante au niveau local, et ce en dépit d'une réglementation jugée par ailleurs assez restrictive. Ceci s'explique sans doute essentiellement par une forte densité de population, qui crée des marchés locaux suffisamment porteurs pour accepter plusieurs concurrents.

En ce qui concerne le niveau des prix, les données CityData et Eurostat indiquent que les prix pratiqués par le secteur du commerce de détail sont plus élevés en Belgique que dans la zone euro et dans les trois pays voisins. On observe également une dégradation récente du différentiel des prix pratiqués dans les grandes surfaces en Belgique, en particulier par rapport aux prix pratiqués par les grandes surfaces allemandes et néerlandaises. Par rapport à l'Allemagne, l'évolution défavorable du coût salarial en Belgique peut contribuer à expliquer l'évolution des différentiels de prix. De même, les marges du secteur de la distribution semblent être structurellement plus élevées qu'en Allemagne (la présence des *hard discounters* plus importante dans ce pays explique sans doute le faible niveau de *mark-up* dans le secteur de la distribution). La forte dégradation du différentiel des prix relevés dans les grandes surfaces entre la Belgique et les Pays-Bas s'explique en revanche par la guerre de prix qui a fait rage entre grands distributeurs néerlandais, d'octobre 2003 à décembre 2006.

Au total, il apparaît donc que l'influence réelle des réglementations spécifiques relatives au commerce sur l'efficacité du secteur, sur le degré de concurrence et, *in fine*, sur le niveau des prix à la consommation doit être apprécié de manière nuancée. D'une part, une coordination et une simplification des nombreuses dispositions existant en Belgique permettrait sans doute d'obtenir les mêmes résultats en matière de protection des consommateurs, d'aménagement du territoire, ou d'autres objectifs sociétaux, tout en réduisant les barrières implicites à l'entrée de nouveaux acteurs qu'occasionne – en termes d'informations préalables et de charges administratives – la multiplication des textes réglementaires. D'autre part, les performances du secteur de la distribution doivent être considérées en tenant compte des caractéristiques et des règles d'organisation générales de l'économie, dont il ne constitue qu'un des maillons. Néanmoins, il est indéniable qu'un fonctionnement flexible de ce secteur et une concurrence effective sont des conditions nécessaires pour soutenir le potentiel de croissance de l'économie et la satisfaction des consommateurs, y compris par le maintien d'un niveau approprié des prix.

Bibliographie

Allington N., P. Kattuman et F. Waldmann (2005), *One market, one money, one price?*, International Journal of Central Banking, 1(3), 73-115.

Boylaud O. et G. Nicoletti (2001), *Regulatory reform in retail distribution*, OECD Economic Studies 32.

Christopoulou R. et P. Vermeulen (2008), *Markups in the euro area and the US over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors*, ECB Working Paper 856.

Conway P. et G. Nicoletti (2006), *Product market regulation in the non-manufacturing sectors of OECD countries: measurement and highlights*, OECD Economics Department Working Paper 530.

Coupain N. (2005), *La distribution en Belgique. Trente ans de mutation*, Racine, Bruxelles, 392 p.

Economic Intelligence Unit, CityData 1990-2008.

Eurostat, Parités de pouvoir d'achat 1995-2007.

Heil O. et K. Helsen (2001), *Toward an understanding of price wars: Their nature and how they erupt*, International Journal of Research in Marketing, 18(1-2), 83-98.

Inklaar R., M.P. Timmer et B. van Ark (2007), *Mind the gap! International comparisons of productivity in services and goods production*, German economic review, 8(2), 281-307.

McGuckin R.H., M. Spiegelman et B. van Ark (2005), *The retail revolution: can Europe match US productivity performance?*, Research report Perspectives on a global economy, The Conference Board.

Rogers J. (2007), *Monetary union, price level convergence, and inflation: how close is Europe to the United States?*, Journal of Monetary Economics, 54(3), 785-796.

UK Competition Commission (2008), *The supply of groceries in the UK: Market investigation*, www.competition-commission.org.uk.

Urbany J. et P. Dickson (1991), *Competitive price-cutting momentum and pricing reactions*, Marketing Letters, 2(4), 393-402.

van Ark B. (2005), *Europe's productivity gap: catching up or getting stuck?* Lecture at the International Symposium on Productivity, Competitiveness and Globalisation, Banque de France.

Van Heerde H., E. Gijbrecchts et K. Pauwels (2008), *Winners and losers in a major price war*, Journal of Marketing Research, 45, 499-518.

Wölfel A., I. Wanner, T. Kozluk et G. Nicoletti (2009), *Ten years of product market reform in OECD countries – Insights from a revised PMR indicator*, OECD Economics Department Working Paper 365.

Les plans de relance économique

D. Dury
G. Langenus
K. Van Cauter
L. Van Meensel*

Introduction

La crise financière, qui s'est amorcée en 2007 et s'est fortement aggravée à l'automne 2008, a débouché sur la récession économique mondiale la plus grave dans l'histoire de l'après-guerre. Par ailleurs, les conséquences de cette récession menacent à leur tour de renforcer la crise financière. Il s'agit dès lors d'éloigner cette menace et de veiller à ce que cette crise ne se transforme pas en une dépression mondiale de longue durée.

La gravité de la crise financière et de la récession économique, ainsi que l'ampleur des risques qui les accompagnent ont amené les responsables de la politique économique à agir rapidement et de manière résolue. Diverses actions ont ainsi été menées – par les gouvernements et les banques centrales – afin de soutenir le secteur financier, qui menaçait de s'effondrer. On a ainsi tenté de protéger les dépôts et d'écartier le spectre d'une pénurie de crédits. Parallèlement à ces mesures, la politique monétaire a été considérablement assouplie de par le monde, ce qu'a permis la baisse sensible des anticipations et des risques d'inflation. En ce qui concerne la politique budgétaire, des mesures ont été élaborées dans de nombreux pays et consignées dans des plans de relance économique, qui, accompagnées des stabilisateurs automatiques, devraient contrer le recul de la demande.

Le présent article porte sur les plans de relance économique. La tentative de redonner un coup de manivelle à la croissance économique par le biais de mesures budgétaires est méritoire, mais la question est de savoir

si cet objectif est réellement atteint. Le premier chapitre entend définir quelle politique budgétaire peut constituer une réponse appropriée à la crise, et ce sur la base du cadre théorique de l'activisme budgétaire et du résultat des travaux empiriques menés en la matière. Le deuxième chapitre décrit les plans de relance économique récents des États-Unis ainsi que de l'Union européenne et de ses États membres, dont la Belgique. Quant au troisième chapitre, il commente ces différents plans. Enfin, une série de conclusions sont dégagées.

1. Efficacité et limites d'une politique budgétaire anticyclique

1.1 Cadre théorique

Un débat animé a lieu sur le rôle approprié de la politique budgétaire dans le pilotage du cycle conjoncturel, principalement durant une phase de récession économique. Les mesures de relance sont, la plupart du temps, présentées comme un moyen permettant d'atténuer les conséquences indésirables d'un ralentissement ou d'une récession économique, telles qu'une hausse du chômage. Ce point de vue se vérifie d'autant plus lorsque celles-ci ne se limitent pas à des phénomènes purement cycliques mais altèrent aussi le potentiel de croissance de l'économie. C'est notamment le cas des fameux effets d'hystérésis

* Les auteurs souhaitent remercier Wim Melyn pour sa contribution à la réalisation de cet article.

s'exerçant sur le chômage, selon lesquels les chômeurs voient la perspective de trouver un nouvel emploi s'éloigner et le chômage cyclique menace de devenir structurel. En pareilles circonstances, les pouvoirs publics peuvent, tant par leurs dépenses que par leurs recettes, tenter de dynamiser l'activité économique. Les mesures budgétaires peuvent stimuler la croissance économique directement par le biais d'une hausse de la consommation ou des investissements publics, mais cela peut également se faire indirectement, par exemple grâce à une augmentation du pouvoir d'achat des ménages moyennant des réductions d'impôts ou un relèvement des allocations sociales. Diverses observations peuvent être formulées sur l'efficacité et la désirabilité d'une telle gestion de la demande par les pouvoirs publics basée sur les théories de John Maynard Keynes.

Premièrement, il importe que de telles mesures de relance produisent leurs effets à temps, afin d'éviter que ces derniers ne soient visibles qu'après le retournement conjoncturel et que les mesures ne prennent une orientation procyclique. En réalité, des retards de tous ordres, pouvant en particulier trouver leur origine dans le processus de décision politique, peuvent être accumulés, non seulement au stade de l'identification du ralentissement économique mais aussi lors de la mise en œuvre des mesures.

Deuxièmement, les mesures de soutien à la demande doivent, par définition, être limitées dans le temps et neutralisées dès le moment où la conjoncture se redresse. L'expérience montre également que la mise en œuvre de telles mesures de relance est beaucoup plus attirante pour les responsables politiques que ne l'est leur suppression. Il peut donc arriver que des mesures de relance « temporaires » prennent un caractère permanent, ce qui a pour effet d'aggraver la position budgétaire structurelle.

Troisièmement, il est important que les moyens budgétaires destinés à stimuler l'économie soient correctement affectés et que les mesures de relance soient définies et établies sur la base de critères objectifs et tiennent compte du bien-être général. Il est néanmoins difficile d'exclure que les mesures soient dénaturées par divers intérêts privés et groupes de pression. Dans ce cas, l'efficacité privée de l'action des pouvoirs publics diminue.

Par ailleurs, l'efficacité des mesures de relance est largement déterminée par les réactions des agents économiques privés. À cet égard, différents canaux peuvent saper l'efficacité des mesures de relance. Ainsi, l'efficacité des réductions d'impôts ou du relèvement des allocations en faveur des ménages peut être amoindrie si, à la suite de l'incertitude entourant leur situation financière future, ces ménages choisissent d'épargner une grande partie du

montant de l'économie ainsi réalisée. De même, les réductions d'impôts en faveur des entreprises n'ont pas nécessairement pour conséquence que celles-ci investissent davantage, engagent ou continuent à employer plus de travailleurs. Par temps incertains, les entreprises peuvent préférer consacrer les moyens supplémentaires ainsi dégagés au renforcement de leur bilan, surtout lorsqu'elles se trouvent confrontées à une importante surcapacité résultant d'un net recul de la demande. Dans la littérature économique, ce type de réaction, qui peut sensiblement limiter l'efficacité d'une politique de relance budgétaire, est connu sous le nom d'« effet non keynésien ».

En outre, il doit être tenu compte du fait qu'une détérioration de la situation budgétaire et un volume plus important d'emprunts contractés par les pouvoirs publics exercent une pression à la hausse sur les taux d'intérêt et compromettent ainsi l'efficacité des mesures de relance. Ces effets inhibiteurs peuvent être atténués lorsque la politique budgétaire est assortie d'une politique monétaire accommodante.

Enfin, le degré d'ouverture de l'économie est une donnée essentielle : dans le cas d'un taux d'importations élevé, toutes choses restant égales par ailleurs, il va de soi que l'impact d'un effort budgétaire donné sur la croissance de l'activité intérieure sera moins grand qu'avec un taux d'importations faible.

Pour ces raisons, il est essentiel d'évaluer quels éléments détermineront les réactions des agents économiques privés aux mesures budgétaires de relance. Outre la confiance générale dans l'économie, la crédibilité de la politique budgétaire joue elle aussi un rôle déterminant. Des doutes quant à la soutenabilité des finances publiques peuvent en effet rendre les consommateurs et les investisseurs d'autant plus prudents et conduire à des réactions non keynésiennes. La part des ménages et des entreprises confrontés à des restrictions de liquidités ou de crédits est également importante. À mesure que cette part augmente – ce qui est en principe le cas en période de récession économique –, les incitants fiscaux donnent lieu, dans une plus large mesure, à des dépenses de consommation et à des investissements, ce qui renforce l'efficacité de l'activisme budgétaire.

On peut donc conclure que le cadre théorique relatif à la politique budgétaire anticyclique n'est pas univoque. Il n'est en tout cas pas évident, lors d'une récession économique, d'atteindre les effets souhaités par le biais de mesures de relance. L'efficacité de ces mesures semble, en effet, fortement dépendre des modalités des plans de relance et des circonstances, comme la situation des finances publiques.

1.2 Résultats empiriques en matière de multiplicateurs budgétaires

Il existe aussi une littérature empirique très vaste sur l'efficacité d'une politique budgétaire active de soutien à la demande. Il y est souvent fait mention de ce qu'on appelle les multiplicateurs budgétaires. Ceux-ci reflètent la mesure dans laquelle une impulsion budgétaire déterminée stimule la croissance de l'activité.

Ces travaux ne parviennent toutefois pas à des conclusions univoques en ce qui concerne tant l'ampleur de ces multiplicateurs que l'efficacité relative des différentes mesures en matière de recettes et de dépenses. Les résultats empiriques semblent – conformément à la théorie – être en grande partie tributaires des circonstances précises et, souvent, également du modèle utilisé pour évaluer ceux-ci. Ils doivent donc être interprétés avec la plus grande circonspection. La littérature empirique permet néanmoins de dégager prudemment quelques conclusions.

Bien que les estimations empiriques en matière de multiplicateurs budgétaires couvrent un large éventail de résultats, allant de valeurs (keynésiennes) de 1 ou plus à des valeurs négatives, elles sont, dans la majorité des cas, positives, ce qui signifierait que les mesures budgétaires de relance sont effectivement à même de donner une impulsion positive à la croissance économique. La plupart des études conduisent toutefois à des multiplicateurs budgétaires inférieurs à 1 et, dans de nombreux cas, l'impact d'une politique de relance temporaire de l'activité économique est très limité.

De plus, les multiplicateurs divergeraient selon le type de mesures de relance prises en compte. Nombre d'études démontrent que ce sont les hausses temporaires de la consommation et des investissements publics qui ont le plus grand impact positif et immédiat sur l'activité économique, bien que, d'ordinaire, cet effet s'atténue rapidement. Par contre, à long terme, la diminution des recettes publiques bénéficierait davantage à la croissance économique que l'augmentation des dépenses publiques.

Les études empiriques confirment également que l'ampleur des restrictions de liquidités et de crédits joue un rôle dans l'efficacité d'une politique de relance budgétaire. Plus le nombre de ménages et d'entreprises confrontés à de telles restrictions est important, plus les multiplicateurs budgétaires des réductions d'impôts sont élevés.

Il semble, en outre, que l'impact des mesures de relance soit plus limité dès lors que la situation des finances publiques – généralement estimée sur la base de l'encours

de la dette publique ou de la croissance de celle-ci – se détériore. Ceci est lié au fait que les mesures de relance poussent les taux d'intérêt à la hausse, ce qui pèse sur l'investissement privé, et à un taux d'épargne de précaution plus élevé des ménages en période de difficultés budgétaires.

Enfin, on constate une nette divergence des multiplicateurs budgétaires selon les pays. Ainsi, l'impact des mesures de relance serait plus faible selon que l'économie est plus petite ou plus ouverte, étant donné qu'une partie importante de l'impulsion budgétaire peut s'exporter. Différentes études observent des multiplicateurs plus réduits pour les économies développées que pour les économies en développement, du fait de restrictions de liquidités de plus grande ampleur dans ces dernières. En outre, les études menées au niveau national trouvent dans les États membres de l'UE des multiplicateurs inférieurs à ceux des États-Unis.

1.3 Quelle politique budgétaire en réponse à la crise ?

Les considérations théoriques et résultats empiriques décrits ci-dessus semblent suggérer que l'activisme budgétaire est peu efficace en tant que moyen d'aplanir les fluctuations conjoncturelles normales. Mais la crise qui a ébranlé l'économie mondiale à l'automne 2008 ne peut être assimilée à un ralentissement conjoncturel normal. Vu la gravité de la situation économique et l'ampleur des risques qui l'accompagnent, il a semblé opportun de mobiliser tous les moyens possibles afin de renverser cette situation. Dans ce contexte, la politique budgétaire a un rôle à jouer.

Dans la perspective d'une récession qui se prolongerait dans la durée, l'argument selon lequel les plans de relance économique arrivent toujours trop tard n'est pas pertinent. D'ailleurs, en raison de la récession, il est possible que davantage de ménages et d'entreprises soient confrontés à des restrictions de liquidités ou de crédits que dans des circonstances plus normales, ce qui devrait accroître l'impact des mesures de relance. Enfin, dans les circonstances évoquées, soutenir l'activité économique est souhaitable afin d'enrayer la spirale négative et de limiter les effets d'hystérésis sur le chômage.

Pour porter leurs fruits, les plans de relance économique doivent toutefois remplir certaines conditions.

Premièrement, ces plans de relance font partie d'un ensemble de mesures beaucoup plus large. À cet égard, une stabilisation du système financier est absolument

prioritaire. Faute de quoi, il sera en effet impossible d'assurer une relance de la sphère réelle de l'économie. En outre, l'efficacité des impulsions budgétaires est plus grande quand celles-ci s'accompagnent d'une politique monétaire souple.

Deuxièmement, il est évident que les mesures de relance doivent être promptes, temporaires et ciblées – les fameuses conditions 3 T⁽¹⁾. Le fait d'être coordonnées pourrait être ajouté comme condition supplémentaire. Une action coordonnée est en effet souhaitable puisqu'une partie de l'impulsion budgétaire s'exporte par le biais d'une augmentation des importations, ainsi que pour exclure les réflexes protectionnistes des plans (nationaux) de relance économique. Ces conditions doivent être considérées comme nécessaires, et non suffisantes, à un activisme budgétaire couronné de succès.

Les stabilisateurs automatiques, tels que la baisse des recettes fiscales et l'augmentation des allocations de chômage en période de récession économique, répondent toujours aux conditions 3 T. Dans les pays où, en période de récession, des stabilisateurs automatiques relativement forts assurent déjà à temps une relance temporaire et ciblée de l'économie, la nécessité de recourir à l'activisme budgétaire – et la marge disponible à cet effet – est également plus réduite que dans les pays où les stabilisateurs automatiques sont relativement limités.

Troisièmement, les mesures de relance devraient, autant que possible, chercher à faciliter, plutôt qu'à compliquer ou à reporter, les indispensables réformes structurelles. Il n'est néanmoins pas toujours évident de concilier de tels objectifs avec d'autres exigences. Dans cette perspective, les investissements publics semblent constituer la meilleure option en termes de multiplicateurs budgétaires et de renforcement du potentiel de croissance de l'économie, bien que, dans la pratique, il puisse s'avérer difficile de les mettre en œuvre en temps voulu.

Enfin, une condition essentielle est d'écarter les doutes quant à la soutenabilité des finances publiques à long terme. Cette dernière condition limite d'ores et déjà

fortement, dans nombre de pays européens, dont la Belgique, les possibilités de prendre des mesures de relance poussées – et donc onéreuses sur le plan budgétaire. Conjugué à une situation budgétaire initiale peu favorable dans certains pays, l'effet qu'exerce la récession économique sur la situation budgétaire par le biais de stabilisateurs économiques relativement puissants a gravement porté atteinte à la santé des finances publiques dans de nombreux pays. Le financement du coût budgétaire du vieillissement de la population menace, par conséquent, de devenir encore plus problématique.

Afin de dissiper les doutes quant à la soutenabilité des finances publiques, il est dès lors important que les mesures de relance soient, pour l'essentiel, temporaires et que les responsables de la politique économique mettent en avant la perspective de comprimer les déficits budgétaires et, de préférence, de les combler dès le moment où l'économie affichera une trajectoire de croissance plus proche de la normale.

2. Description des plans de relance aux États-Unis et en Europe

Le présent chapitre passe en revue les différents plans de relance économique, tels qu'ils ont été élaborés par les États-Unis ainsi que par l'Union européenne et ses États membres, dont la Belgique⁽²⁾. Il se concentre plus particulièrement sur les augmentations de dépenses et les allègements fiscaux prévus par ces plans, puisque ceux-ci ont un effet direct sur le solde de financement des administrations publiques. Par contre, les mesures, relativement nombreuses, prises en vue de soutenir le secteur et les marchés financiers, ainsi que les autres mesures n'ayant pas d'effet direct sur le solde de financement ne sont pas ou peu abordées dans ce chapitre.

2.1 Le plan de relance aux États-Unis

En sus des initiatives prises par la Réserve fédérale par le biais de ses instruments de politique monétaire, le gouvernement américain a mis en œuvre ou approuvé plusieurs plans de relance et de stabilisation en vue de limiter l'impact de la crise financière sur la sphère réelle de l'économie et de soutenir les secteurs ébranlés par cette crise⁽³⁾.

Ainsi, le Congrès a entériné l'*Economic Stimulus Act* en février 2008. Cette loi comporte des mesures de soutien en faveur des particuliers, des entreprises et du marché hypothécaire pour un montant de 168 milliards de dollars des États-Unis.

(1) À savoir *Timely, Temporary et Targeted*.

(2) Le présent article ne se penche pas sur les plans adoptés dans les autres pays, même si leur ampleur est parfois considérable. Ainsi, en Chine, d'après les données du FMI datant d'avril 2009, le coût budgétaire cumulé par rapport à 2007 des mesures de soutien discrétionnaires a atteint 0,4 p.c. du PIB en 2008; 3,1 p.c. du PIB en 2009 et 2,7 p.c. du PIB en 2010. Les chiffres correspondants pour la Russie sont de 0 p.c. du PIB en 2008; 4,1 p.c. du PIB en 2009 et 1,3 p.c. du PIB en 2010 et pour le Japon de 0,3 p.c. du PIB en 2008; 2,4 p.c. du PIB en 2009 et 1,8 p.c. du PIB en 2010.

(3) L'*Emergency Economic Stabilization Act* (octobre 2008) et le *Financial Stability Plan* (février 2009) incluent les mesures visant à restaurer la liquidité et la stabilité sur les marchés financiers américains et à recapitaliser plusieurs institutions financières (et certains groupes automobiles).

TABLEAU 1 MESURES DE RELANCE AUX ÉTATS-UNIS :
AMERICAN RECOVERY AND REINVESTMENT ACT
(milliards de dollars des États-Unis, sauf mention contraire)

Réductions d'impôts ⁽¹⁾	288
Réductions d'impôts en faveur des États et des administrations locales ⁽²⁾	144
Infrastructure et sciences	111
Protection des groupes vulnérables	81
Soins de santé	59
Enseignement et formation	53
Énergie	43
Autres	8
Total	787
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>5,4</i>

Source : www.recovery.gov.

(1) Dont 15 milliards de dollars des États-Unis pour l'infrastructure et les sciences, 61 milliards pour la protection des groupes vulnérables, 25 milliards pour l'enseignement et la formation et 22 milliards pour l'énergie. Au total, les fonds alloués s'élèvent ainsi à 126 milliards pour l'infrastructure et les sciences, à 142 milliards pour la protection des groupes vulnérables, à 78 milliards pour l'enseignement et la formation et à 65 milliards pour l'énergie.

(2) Ces réductions d'impôts visent à prévenir des coupes éventuelles dans les dépenses de soins de santé et d'enseignement ainsi que des relèvements d'impôts de la part des États et des administrations locales.

Afin d'amortir l'impact de la crise financière sur la sphère réelle de l'économie et d'enrayer la chute de la demande, l'*American Recovery and Reinvestment Act* a été approuvé en février 2009. Ce plan de relance d'envergure a pour objectif de créer ou de sauver 3 à 4 millions d'emplois – dont 90 p.c. dans le secteur privé – par le biais de multiples mesures budgétaires de relance.

Le coût budgétaire de ce dernier plan s'élèverait à 787 milliards de dollars des États-Unis, soit 5,4 p.c. du PIB. Près de 40 p.c. du montant alloué aux mesures de relance correspondraient à des allègements fiscaux, dont une réduction généralisée de l'impôt des personnes physiques de l'ordre de 400 dollars par personne. Un peu moins de 20 p.c. de ce montant seraient affectés à des aides en faveur des États et des administrations locales. Enfin, un peu plus de 40 p.c. de celui-ci seraient consacrés aux dépenses, et plus particulièrement aux programmes sociaux et fédéraux. Ces programmes ont notamment trait aux travaux d'infrastructure et aux sciences, à la protection des groupes vulnérables, aux soins de santé, à l'enseignement et à la formation ainsi qu'à l'énergie.

2.2 Le plan européen pour la relance économique

Des plans de relance économique avaient été annoncés ou planifiés depuis un certain temps déjà par plusieurs gouvernements nationaux au sein de l'UE, mais c'est le 26 novembre 2008 que la CE a présenté un cadre européen pour ceux-ci. Le « plan européen pour la relance économique » a été approuvé par le Conseil européen des 11 et 12 décembre 2008. Il offre un cadre commun pour la mise en œuvre d'une politique budgétaire active destinée à limiter l'ampleur de la récession, à stimuler la demande et à rétablir la confiance. Ce plan prévoit une impulsion budgétaire totale de 200 milliards d'euros – soit quelque 1,5 p.c. du PIB de l'UE –, dont 170 milliards d'euros proviendraient des États membres, au titre d'actions budgétaires, et 30 milliards de la Banque européenne d'investissement par le biais d'un renforcement de ses interventions.

Le plan de relance ne propose pas de répartition spécifique des mesures entre les États membres. Cependant, la CE a indiqué qu'il convenait de tenir compte de la situation initiale des différents États membres et du fait que ceux-ci ne disposaient pas tous de la même marge budgétaire.

Selon le plan européen pour la relance économique, les impulsions budgétaires proposées doivent être bien conçues et reposer sur un certain nombre de principes.

Tout d'abord, les mesures de relance doivent satisfaire aux conditions 3 T : elles doivent être promptes, temporaires et ciblées. Selon l'interprétation de la CE, cette dernière condition signifie que les mesures de relance doivent être ciblées sur la source du problème économique – chômage, restrictions de crédits aux ménages et aux entreprises et soutien des réformes structurelles –, afin de maximiser l'effet de stabilisation induit par des ressources budgétaires limitées.

Ensuite, les mesures de relance doivent combiner des instruments agissant tant sur les recettes que sur les dépenses. La CE a toutefois précisé que les augmentations de la consommation et des investissements publics exerçaient en général une influence plus importante sur la demande que les allègements fiscaux, car il est possible que certains consommateurs préfèrent épargner le montant de l'économie d'impôts ainsi réalisée. Dans ce contexte, le plan européen pour la relance économique dresse une liste de mesures susceptibles de donner une impulsion budgétaire. Ainsi, les dépenses peuvent être augmentées, soit par le biais de mesures de soutien aux ménages les plus durement touchés par la crise – telles que l'accroissement des allocations en faveur

des ménages à faibles revenus ou des chômeurs et l'allongement temporaire de la durée des allocations de chômage –, soit par le biais de l'anticipation de projets d'investissement pouvant être avantageux pour les PME ou susceptibles de soutenir les objectifs de politique à long terme. Par ailleurs, des garanties et des subventions sous la forme de prêts peuvent contribuer à pallier la pénurie de crédits. Peuvent aussi être envisagées, des incitations financières visant à accélérer l'adaptation des économies face aux défis à long terme et, plus particulièrement, à promouvoir l'efficacité énergétique. Des réductions d'impôts et de cotisations sociales, tant pour les entreprises que pour les ménages, peuvent renforcer la demande de travail et le pouvoir d'achat. Enfin, des baisses temporaires du taux de la TVA peuvent soutenir la consommation privée.

Par ailleurs, les impulsions budgétaires doivent s'accompagner de réformes structurelles s'inscrivant dans le champ plus large de la stratégie de Lisbonne, qui ambitionne notamment de relever le taux d'emploi et de parvenir à une économie de la connaissance.

Enfin, les mesures de relance doivent s'insérer dans le cadre fixé par le pacte de stabilité et de croissance, lequel définit les règles de discipline budgétaire que doivent respecter les États membres de l'UE. Le plan européen pour la relance économique prévoit une application « judicieuse » de ce pacte, garantissant la mise en place de stratégies budgétaires crédibles à moyen terme. Ainsi, l'existence de circonstances exceptionnelles associant une crise financière à une récession justifie dorénavant la mise en œuvre d'une politique de relance, même si celle-ci peut conduire certains États membres à dépasser la valeur de référence de 3 p.c. du PIB pour le déficit. Les États membres ont été invités à présenter un programme de stabilité ou de convergence actualisé. Cette mise à jour devrait donner des éclaircissements sur les mesures qui seront adoptées en vue de compenser la détérioration du budget et de garantir la soutenabilité des finances publiques.

S'agissant de la procédure sur les déficits publics excessifs, la CE doit, dans tous les cas, élaborer un rapport lorsque le déficit public dépasse la valeur de référence de 3 p.c. du PIB⁽¹⁾. On parle de déficit excessif s'il n'est pas satisfait simultanément aux trois conditions suivantes : le dépassement doit être temporaire, limité et dû à des circonstances exceptionnelles. Une procédure correctrice est alors lancée, conformément aux règles fixées par le pacte. La CE a indiqué que, bien que les circonstances actuelles soient clairement exceptionnelles, il est peu probable que les dépassements attendus de la valeur de référence dans

un grand nombre d'États membres puissent satisfaire aux deux autres conditions, si bien que le pacte offre peu de marge pour ne pas lancer la procédure sur les déficits publics excessifs à l'encontre des États membres concernés.

En revanche, la CE a souligné la grande flexibilité existant depuis la réforme de 2005 quant à la mise en œuvre de cette procédure, surtout en ce qui concerne les délais impartis et l'effort budgétaire structurel requis pour corriger le déficit excessif. Ainsi, dans des circonstances particulières, le délai est fixé à deux ans après l'identification du déficit excessif – au lieu d'un an après son identification – et la CE a rappelé des précédents où des délais encore plus souples avaient été appliqués. Ce délai peut en outre être prolongé si des événements économiques imprévus ayant des effets très défavorables sur les finances publiques se produisent. Enfin, la CE a précisé qu'en vertu du pacte, le Conseil Ecofin demande aux États membres ayant un déficit public excessif d'accomplir un effort budgétaire structurel annuel représentant au moins 0,5 p.c. du PIB, considéré comme valeur de référence, et que l'ampleur de l'effort budgétaire requis peut donc être ajustée aux circonstances exceptionnelles.

En ce qui concerne les objectifs à moyen terme de la politique budgétaire, la CE a indiqué que, dans la mesure où la croissance potentielle sera vraisemblablement revue à la baisse, il en ira de même des soldes budgétaires structurels. Dans ce contexte, la date limite pour la réalisation des objectifs à moyen terme propres à chaque pays pourrait aussi être reconsidérée au cas par cas.

2.3 Les plans de relance dans les États membres de l'UE

2.3.1 Vue d'ensemble

Soutien budgétaire total à l'activité économique

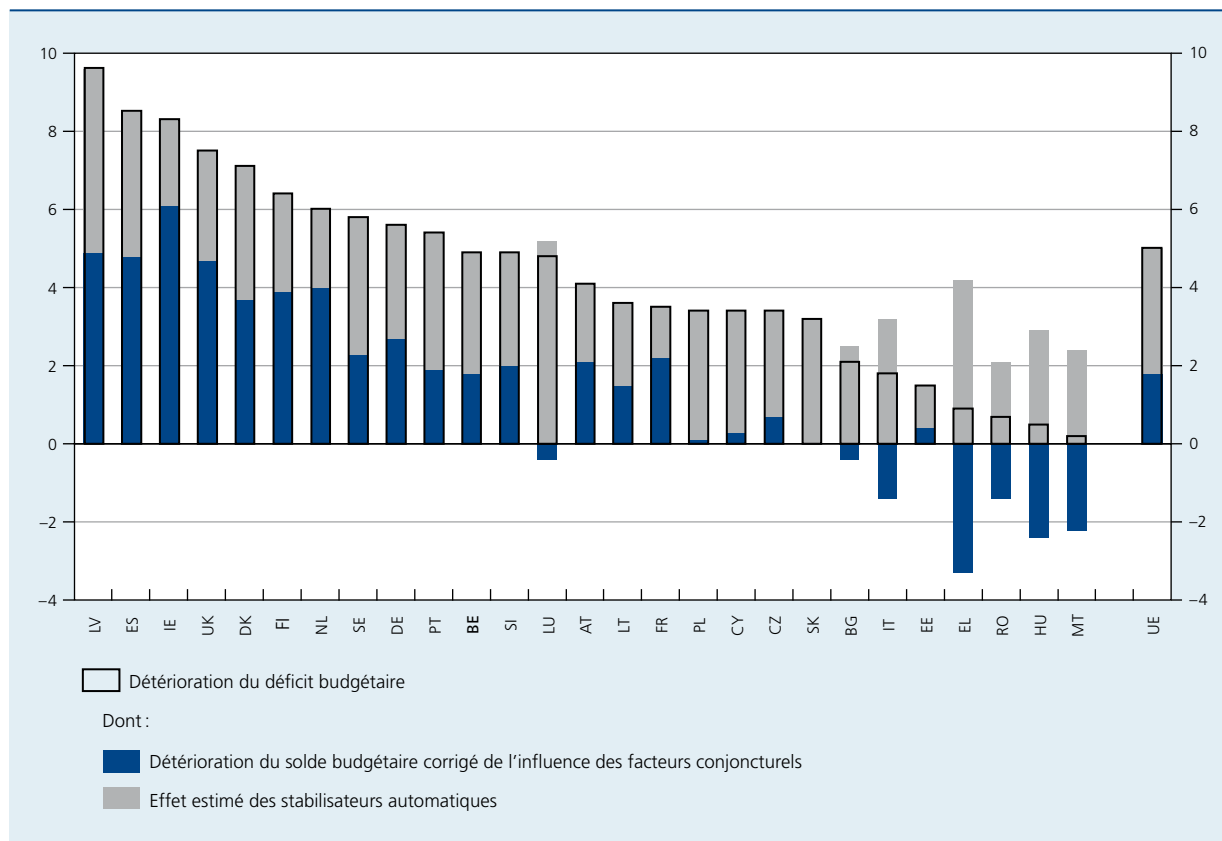
Dans la foulée du plan européen pour la relance économique, les gouvernements de la plupart des États membres de l'UE ont pris des mesures visant à stimuler l'activité économique. Les informations les plus récentes de la CE font apparaître que le soutien total de la politique budgétaire à l'activité économique au sein de l'UE s'élèverait globalement à quelque 5 p.c. du PIB sur 2009 et 2010.

Ce soutien ne peut être attribué qu'en partie à des mesures de relance discrétionnaires. Celles-ci comprennent toutes les mesures adoptées ou annoncées depuis l'automne 2008 et qui peuvent être considérées comme une réponse budgétaire à la récession économique.

(1) En vertu de l'article 104, § 3 du traité instituant la Communauté européenne.

GRAPHIQUE 1 SOUTIEN BUDGÉTAIRE TOTAL À L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB, effet cumulé sur 2009 et 2010)



Source : CE.

(1) Abstraction faite des mesures de soutien au secteur financier (telles que recapitalisations et fourniture de liquidités) et des garanties accordées au secteur privé.

Ainsi, l'impact, sur le solde de financement, des mesures approuvées ou annoncées par les États membres de l'UE se chiffrerait, pour l'UE dans son ensemble, à plus de 135 milliards d'euros (1,1 p.c. du PIB) en 2009. Cet impact reviendrait à 90 milliards (0,7 p.c. du PIB) en 2010. Il est possible d'obtenir une approximation de cette composante discrétionnaire au moyen de la détérioration du solde budgétaire corrigé de l'influence des facteurs conjoncturels, qui est fréquemment utilisée comme indicateur de l'orientation de la politique budgétaire ⁽¹⁾.

En outre, la réaction automatique du budget à la récession économique devrait jouer un rôle considérable en Europe. Plus précisément, l'effet des stabilisateurs automatiques

sur 2009 et 2010 est estimé à quelque 3,2 p.c. du PIB. Il s'agit d'un chiffre moyen, car l'effet des stabilisateurs automatiques varie fortement d'un pays à l'autre étant donné les divergences qui existent notamment en termes de pression fiscale et d'évolution conjoncturelle. À noter également qu'il convient de considérer ce chiffre avec prudence, dans la mesure où les difficultés qui se posent déjà dans des circonstances ordinaires pour faire la distinction entre les variations automatiques du solde de financement et les variations discrétionnaires sont renforcées par le caractère exceptionnel de la situation qui prévaut actuellement.

Au sein de l'UE, le soutien budgétaire total à l'activité économique entraînerait une dégradation du solde de financement de l'ordre de 5 points de pourcentage, pour atteindre un déficit de plus de 7 p.c. du PIB en 2010. Dans la zone euro, le solde de financement se détériorerait à hauteur de 4,5 points de pourcentage, si bien que le déficit s'y élèverait à 6,5 p.c. du PIB en 2010.

(1) La variation du solde de financement corrigé de l'influence des facteurs conjoncturels ne coïncide pas nécessairement avec l'ampleur des mesures budgétaires visant à stimuler l'activité économique consignées dans les plans de relance. Cet écart résulte, d'une part, de mesures discrétionnaires qui ne sont pas actées dans les plans de relance et, d'autre part, d'aspects techniques liés au calcul du solde de financement corrigé de l'influence des facteurs conjoncturels.

Les mesures en faveur du secteur financier ne sont pas prises en compte dans le calcul du soutien budgétaire total de la CE mentionné ci-dessus, même s'il va sans dire que celles-ci jouent un rôle essentiel dans la maîtrise de la crise actuelle. De plus, les États membres de l'UE ont aussi pris une série de mesures n'ayant pas d'effet sur le solde de financement des administrations publiques. Il s'agit principalement de prêts et d'injections de capital en faveur de sociétés non financières, du remboursement anticipé de la TVA et de l'augmentation des investissements des entreprises publiques.

La comparaison des diverses réactions de politique budgétaire, au niveau tant de l'ampleur que du contenu du soutien budgétaire total, met en évidence l'existence d'écart notable entre les États membres de l'UE. Ce constat vaut également pour les plans de relance. La section qui suit se concentre sur l'ampleur et le contenu de ces plans. Les différences existant au niveau du jeu des stabilisateurs automatiques n'y sont pas examinées. Il importe toutefois d'insister sur le fait que le jeu normal de ces stabilisateurs constitue un élément essentiel du soutien budgétaire total à l'activité économique. Comme indiqué précédemment, l'apport des

stabilisateurs automatiques dépasse, dans la plupart des États membres de l'UE, celui des mesures discrétionnaires relevant des plans de relance économique.

Ampleur des plans de relance

L'ampleur des plans de relance, tels qu'ils ont été identifiés par la CE, diffère fortement d'un État membre de l'UE à l'autre. En Espagne, en Autriche, en Finlande, à Malte, en Allemagne et au Royaume-Uni, l'ampleur des plans de relance dépasse pour 2009 l'effort de 1,2 p.c. du PIB proposé par la CE. En revanche, le Luxembourg, la République tchèque, la Pologne, la France et les Pays-Bas sont très proches de la moyenne européenne de 1 p.c. du PIB. En Belgique, les mesures de relance apparaissent limitées en comparaison de celles adoptées par tous ces pays puisqu'elles s'élèvent à seulement 0,5 et 0,4 p.c. du PIB respectivement en 2009 et 2010. Dans plusieurs États membres de l'UE, les mesures adoptées n'ont cependant que peu ou pas d'incidence sur le budget. Tel est notamment le cas des États baltes et de plusieurs pays d'Europe orientale – la Bulgarie, la Hongrie et la Roumanie –, de même que de certains pays méridionaux, comme Chypre, l'Italie ou la Grèce.

GRAPHIQUE 2 AMPLÉUR DES PLANS DE RELANCE
(pourcentages du PIB)



Source : CE.

(1) Les chiffres correspondent à la variation entre 2008 et 2010. Ils tiennent dès lors compte des mesures permanentes entrées en vigueur en 2009 et de l'effet net des mesures prévues pour 2010.

(2) Moyenne pondérée.

Les différences observées au niveau de l'ampleur des plans de relance des États membres de l'UE se situent dans la ligne de l'appel lancé par le plan européen pour la relance économique, lequel invite à tenir compte, lors de l'élaboration de ces plans, de la situation budgétaire initiale de chaque pays. La CE a, du reste, tenté d'examiner la mesure dans laquelle les États membres de l'UE avaient effectivement tenu compte de cette préoccupation. Pour ce faire, elle a couplé l'ampleur des plans nationaux de relance à un indicateur de marge budgétaire développé par ses soins. Ce dernier fait référence à la capacité d'un pays à financer les programmes budgétaires souhaités à court, moyen et long termes et à honorer ses créanciers sans mettre en péril la stabilité macroéconomique et la soutenabilité des finances publiques⁽¹⁾.

En se fondant sur cet indicateur, la CE a réparti les États membres de l'UE en trois groupes, selon qu'ils disposent d'une marge budgétaire élevée, moyenne ou étroite. Eu

égard à la grande complexité de la méthode de calcul de cet indicateur, les résultats doivent être interprétés avec circonspection. La Belgique appartient au groupe de pays disposant d'une marge budgétaire moyenne.

Globalement, les États membres disposant d'une marge budgétaire plus élevée semblent avoir adopté davantage de mesures de relance que ceux dont la marge est plus réduite. Plus précisément, les mesures prises par les pays disposant d'une marge budgétaire élevée représenteraient en moyenne respectivement 1,3 et 1,7 p.c. du PIB en 2009 et en 2010, alors qu'elles s'élèveraient à respectivement 1 et 0,2 p.c. du PIB pour ces deux mêmes années dans les pays dont la marge budgétaire est moyenne. En revanche, les pays dont la marge budgétaire est étroite n'ont pas ou que peu recouru à des mesures de relance.

Contenu des plans de relance

Les plans de relance adoptés par les États membres de l'UE comprennent un large éventail de mesures. Plus de la moitié des États membres de l'UE ont allégé la pression fiscale et parafiscale sur le travail, ce qui devrait avoir un impact budgétaire important dans plusieurs pays. Moins

(1) L'indicateur repose sur six variables, à savoir: la dette publique brute, la dette implicite du secteur financier – calculée sur la base de l'encours de la dette intérieure du secteur privé et d'un facteur de risque –, les conséquences néfastes potentielles à moyen terme sur les recettes provenant de l'impôt des sociétés et des impôts sur le patrimoine, le solde courant, les dépenses non discrétionnaires – essentiellement les charges d'intérêts et les pensions – ainsi qu'un indicateur de soutenabilité.

TABEAU 2 COMPOSITION DES MESURES DE RELANCE⁽¹⁾
(2009)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	EL	ES	FI	FR	HU	IE
Prélèvements sur le travail	X	x	x		x	X	X			X	X	x	x	
Impôt des sociétés	x				x	X			x	X		x		
TVA	x	x		x							X			
Infrastructure publique ⁽²⁾	x	x	x	x	x	X	X	x		X	x	X	x	x
Prestations sociales	x	x	x	x		x			x	x		x		X
Autres	x	x	x	X	x	X	x	x	x	X	x	x	x	x
	IT	LT	LU	LV	MT	NL	PL	PT	RO	SE	SI	SK	UK	
Prélèvements sur le travail	X		X	x	x	x		x	x	X		x		
Impôt des sociétés			X			x	X	x		X	x			
TVA													X	
Infrastructure publique ⁽²⁾	x	x	X		x	x	X	x	X	x		x	x	
Prestations sociales	x		X	x			x	x	x				x	
Autres	x	x	X	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	

Source: CE.

(1) Ce tableau a été réalisé à partir d'une base de données de la CE recensant diverses mesures de relance adoptées par les pays membres de l'UE. Certaines mesures plus récentes, comme la baisse de la TVA dans l'Horeca en France, n'y sont pas reprises.

(2) Une minorité de mesures ayant trait à l'infrastructure publique consistent en de nouvelles initiatives. En d'autres termes, la majeure partie d'entre elles portent sur des projets déjà planifiés et qui ont été avancés.

X Effet important sur le budget (≥ 0,2 p.c. du PIB).

x Effet limité ou non précisé sur le budget.

de la moitié des États membres ont adopté des mesures ayant trait à l'impôt sur les bénéfices des sociétés. Les réductions de TVA sont un instrument moins répandu : seul le Royaume-Uni a procédé à une réduction sensible et généralisée, quoique temporaire, de la TVA. Chypre, la Finlande, l'Autriche et la Belgique ont, quant à elles, recouru à des baisses sectorielles de la TVA. Ces baisses ont respectivement touché les branches d'activité suivantes : le tourisme, l'alimentation, les produits pharmaceutiques et la construction. La majorité des États membres de l'UE ont veillé à stimuler les investissements en infrastructure publique. Plutôt que de nouvelles initiatives, ces mesures concernent pour la plupart des projets déjà planifiés et qui ont été avancés. Plus de la moitié des États membres de l'UE ont touché aux prestations sociales (en l'occurrence les pensions, les allocations familiales et les allocations de chômage). Dans la majorité des pays, l'effet de ces mesures sur le budget est limité. Enfin, tous les États membres ont adopté d'autres mesures visant notamment à faciliter l'accès au crédit, à renforcer la position de liquidité des entreprises, à stimuler les investissements privés en R&D et dans le domaine de l'efficacité énergétique, à aider certains secteurs (entre autres l'industrie automobile et le marché de l'immobilier) et à parvenir à une politique du marché du travail active.

Les mesures de relance prises à l'échelle de l'UE et de la zone euro se répartissent de manière équilibrée entre dépenses et recettes. Sur l'ensemble des mesures de relance discrétionnaires, lesquelles s'élèvent à 1,1 p.c. du PIB en 2009, un peu moins de la moitié (0,5 p.c. du PIB) portent sur des dépenses, tandis qu'un peu plus de la moitié (0,6 p.c. du PIB) ont trait à des recettes. Dans la plupart des États membres de l'UE, la répartition entre dépenses et recettes est équilibrée. Dans une série de pays toutefois, à savoir la Finlande, les Pays-Bas, le Luxembourg, l'Autriche, le Royaume-Uni et la Pologne, les mesures adoptées sont majoritairement axées sur les recettes. L'inverse vaut en revanche pour Chypre, l'Estonie, Malte, le Portugal et la Slovaquie.

Effet des plans de relance sur la croissance économique

L'effet des plans de relance sur la croissance économique est incertain. Il est en effet indispensable d'adopter une série d'hypothèses fortes afin de pouvoir estimer les multiplicateurs budgétaires. En se fondant sur son modèle économétrique Quest III et en partant de l'hypothèse d'une grande pénurie de liquidités parmi les ménages, la CE a estimé à 0,8 point de pourcentage en 2009 et à 0,3 point

de pourcentage en 2010 la contribution des mesures de relance européennes à la croissance du PIB⁽¹⁾.

2.3.2 Mesures de relance adoptées par certains États membres de l'UE

La présente section examine plus en détail les mesures de relance décidées par les pays limitrophes de la Belgique. Par ailleurs, elle commente aussi les plans de relance mis en place au Royaume-Uni et en Espagne, leur ampleur y étant relativement importante.

Allemagne

L'Allemagne a le plan de relance le plus ambitieux de tous les États membres de l'UE, que ce soit en pourcentage du PIB – à l'exception de l'Autriche – ou en milliards d'euros. Le coût budgétaire des mesures de relance est estimé par la CE à quelque 3,3 p.c. du PIB au total sur 2009 et 2010. Plus précisément, l'impact budgétaire s'élèverait à 1,4 p.c. du PIB en 2009, avant de progresser en 2010 pour atteindre 1,9 p.c. du PIB.

Ce soutien discrétionnaire prend largement la forme d'un allègement des charges pesant sur le travail. Une profonde réforme de l'impôt des sociétés est aussi prévue, et de substantiels investissements publics en infrastructure ont été annoncés. Une prime de 2.500 euros est en outre allouée en cas de remplacement d'une voiture de plus de neuf ans par un nouveau véhicule plus écologique. Seul un tiers des achats découlant de cette mesure concerneraient des voitures de fabrication allemande, si bien que celle-ci s'accompagne d'importants effets de contamination sur les constructeurs automobiles étrangers. Parmi les autres mesures, figurent notamment le renforcement de la politique d'activation de l'emploi, l'extension du système de chômage temporaire, l'augmentation structurelle et non récurrente des allocations familiales, la réintroduction de règles de dépréciation plus souples pour les entreprises afin de les encourager à investir, la réinstauration de la déduction fiscale pour les navetteurs et la hausse plus sensible des pensions et des allocations sociales dans le contexte d'un chômage croissant. Enfin, on peut encore épingler la mise en œuvre d'un programme d'octroi de crédits et de garanties aux entreprises d'un montant de 100 milliards d'euros, bien que celle-ci soit sans effet sur le solde de financement des administrations publiques.

France

Le plan de relance français est moins étendu que le plan allemand. La CE estime son impact budgétaire à 0,9 p.c. du PIB, dont 0,8 et 0,1 p.c. du PIB respectivement en 2009 et en 2010.

(1) Ces résultats ont été obtenus en se basant sur des mesures de relance discrétionnaires de 1 p.c. du PIB en 2009 et de 0,5 p.c. du PIB en 2010, ce qui correspond globalement à l'ampleur des plans de relance européens.

Il a été décidé d'augmenter le pouvoir d'achat des ménages à faibles revenus par le versement d'une prime de solidarité de 200 euros par ménage, ainsi que par un abattement fiscal et une exonération d'impôts. Contrairement au plan de relance allemand, l'allègement des charges pesant sur le travail ne forme pas un élément-clé du plan de relance français. Les charges patronales dues pour les chômeurs nouvellement engagés par des PME sont certes réduites, mais l'impact budgétaire de cette mesure est limité. En vue de soutenir le marché du travail, il est également prévu de renforcer la politique d'activation de l'emploi. Par ailleurs, l'économie française est redynamisée par de grands investissements en travaux d'infrastructure, tels que la rénovation de campus universitaires. Les investissements des entreprises sont également encouragés par des exonérations fiscales. De plus, un soutien sectoriel est accordé, d'une part, à l'industrie automobile par l'allocation d'une prime de 1.000 euros en cas de remplacement d'une vieille voiture par une neuve et par l'octroi de prêts considérables aux constructeurs automobiles et, d'autre part, au secteur immobilier par le doublement du montant sur lequel un prêt à taux zéro peut être conclu pour l'achat d'un nouveau logement et par une révision à la hausse du financement de la construction de logements. Enfin, une aide est apportée aux entreprises françaises par le biais de nombreuses mesures axées sur la liquidité, et un programme destiné à soutenir l'octroi de crédits aux PME est mis en place, mais ces mesures n'ont pas d'effet direct sur le solde de financement des administrations publiques.

Pays-Bas

La CE estime le coût budgétaire total du plan de relance néerlandais à 1,9 p.c. du PIB sur 2009 et 2010. Le soutien discrétionnaire s'élèverait à quelque 0,9 p.c. du PIB en 2009 et s'établirait à 1 p.c. du PIB en 2010.

Les mesures touchent principalement aux recettes publiques. Ainsi, des mesures ont trait à l'impôt des sociétés, notamment par le biais d'une adaptation des règles d'amortissement, aux cotisations sociales et à l'impôt des personnes physiques. Il a par ailleurs été décidé d'annuler la hausse prévue des taux de la TVA de 1 point de pourcentage et de supprimer la taxe sur les billets d'avion. Le pouvoir d'achat des ménages est, de plus, renforcé grâce à la réduction des cotisations à l'assurance-chômage. De surcroît, un soutien sectoriel est apporté au marché des logements sociaux et à celui de l'automobile, par le versement d'une prime en cas de remplacement d'un ancien véhicule. Des mesures spécifiques destinées à contrer le chômage ont également été adoptées, telles que l'introduction d'un système de chômage temporaire. En outre, des investissements en infrastructure publique ont été

annoncés, principalement l'accélération de projets déjà planifiés. Enfin, l'octroi de crédits aux PME est encouragé au moyen de garanties publiques.

Luxembourg

Le plan de relance adopté par le Luxembourg comprend des mesures à hauteur de 2,6 p.c. du PIB. L'impact budgétaire de celui-ci devrait s'élever à 1,2 et 1,4 p.c. du PIB respectivement en 2009 et en 2010.

Les mesures de relance consistent, pour une large part, en réductions d'impôts et en un accroissement sensible des investissements publics. Afin de soutenir le pouvoir d'achat des ménages, les barèmes à l'impôt des personnes physiques ont été indexés, les pensions ont été majorées de 2 p.c., et une réforme visant à étendre le crédit d'impôt pour enfants à charge a été prévue. L'impôt des sociétés a été abaissé – de 22 à 21 p.c. – et l'impôt sur les augmentations de capital a été supprimé. En outre, les entreprises en difficulté peuvent bénéficier d'un programme de soutien spécial et les PME de subsides plus élevés. Le plan de relance luxembourgeois prévoit aussi un soutien au marché du travail par le biais d'une incitation à recourir au chômage temporaire, pour lequel la part des allocations de chômage payée par l'employeur est remboursée, la période de couverture allongée et l'allocation augmentée pour les travailleurs s'ils suivent une formation. Enfin, un ensemble de mesures « vertes » ont été adoptées, lesquelles sont axées sur la promotion de voitures écologiques et la consommation d'énergie.

Royaume-Uni

L'impact du plan de relance décidé par le Royaume-Uni est estimé par la CE à 1,4 p.c. du PIB. Il sortira la totalité de ses effets en 2009.

La principale mesure est l'abaissement temporaire du taux de la TVA de 17,5 à 15 p.c. en 2009. Parmi les autres mesures, figurent l'accélération des investissements publics en infrastructure et une réduction unique d'impôts de 130 livres sterling par personne en 2009, en sus de celle de 600 livres accordée en mai 2008. Par ailleurs, certaines mesures concernent le renforcement de la politique d'activation de l'emploi, le soutien au marché de l'immobilier résidentiel et une hausse des allocations familiales et des pensions liée au bien-être. Par analogie avec les plans de relance adoptés en Allemagne et en France, une prime de 2.000 livres est allouée lors de l'acquisition d'une voiture neuve, à condition que celle-ci remplace un ancien véhicule. Enfin, quelques mesures ont aussi pour but de soutenir l'octroi de crédits aux petites entreprises et à l'industrie automobile.

Espagne

À l'instar de l'Allemagne, l'Espagne a mis en place un plan de relance relativement ambitieux par rapport aux autres États membres de l'UE. Selon la CE, les mesures de relance y auraient un coût budgétaire de 2,9 p.c. du PIB sur 2009 et 2010. C'est surtout en 2009 que celui-ci serait élevé, atteignant 2,3 p.c. du PIB. En 2010, l'impact budgétaire du plan de relance espagnol reviendrait à 0,6 p.c. du PIB.

Une part substantielle de l'impulsion budgétaire porte sur l'investissement dans des projets d'infrastructure publique. Quelques mesures fiscales ont aussi été adoptées, comme une importante réduction d'impôts unique de 400 euros par contribuable ou la suppression de l'impôt sur la fortune. Par ailleurs, des garanties sont octroyées aux ménages qui éprouvent des difficultés à rembourser leur prêt hypothécaire. L'industrie automobile bénéficie aussi d'une aide spécifique. Par ailleurs, en vue de réduire le chômage, des exonérations de cotisations sociales sont accordées aux employeurs lors de chaque nouvel engagement. Enfin, un soutien sous la forme de l'octroi de crédits et un remboursement anticipé de la TVA sont accordés aux entreprises, tout particulièrement aux PME.

2.4 Le plan de relance belge

À l'instar du plan européen pour la relance économique, les grandes lignes du plan de relance belge ont été présentées par le gouvernement fédéral le 11 décembre 2008. Les régions ont également annoncé des mesures de relance supplémentaires.

Les mesures budgétaires prises par le gouvernement fédéral en vue de relancer l'activité économique visent principalement à insuffler une bouffée d'oxygène aux entreprises, à augmenter le pouvoir d'achat et à garantir l'emploi. Les mesures qui ont guidé l'accord interprofessionnel 2009-2010 ont été intégrées au plan de relance. Ce dernier ambitionne aussi de renforcer les leviers socio-économiques durables et les investissements dans le domaine de l'environnement. Les ressources budgétaires prévues pour ce dernier volet sont cependant très limitées. Les dépenses budgétaires des régions ne devraient s'accroître que d'environ 0,1 p.c. du PIB en 2009, en

(1) Le gouvernement fédéral a également consigné dans le plan de relance l'effet de l'indexation des barèmes à l'impôt des personnes physiques pour 2009 (coût de 1,2 milliard d'euros). Selon la méthodologie utilisée par la Banque et par la CE, celle-ci n'est pas considérée comme une mesure (l'absence éventuelle d'indexation pourrait, en revanche, être considérée comme telle). Son effet n'est donc pas pris en compte ici.

(2) Il n'a pas été tenu compte de l'intention reprise dans l'accord du gouvernement de la Communauté flamande du 15 juillet 2009 de rendre la réduction du précompte professionnel plus sélective, peut-être déjà à partir de 2010.

TABLEAU 3 PRINCIPALES MESURES DE RELANCE EN BELGIQUE⁽¹⁾

(millions d'euros, variation par rapport à 2008)

	2009	2010
Mesures permanentes	1.869	2.821
Mesures déjà adoptées	1.242	1.570
Réductions du précompte professionnel ⁽²⁾	482	1.115
Majoration des allocations de chômage temporaire	100	103
Autres	45	33
Mesures temporaires	1.140	153
Diminution du taux de la TVA dans la construction	300	0
Mesures adoptées par les régions	150	0
Accélération des investissements publics	146	153
Réduction sur la facture d'électricité	165	0
Autres	379	0
Ensemble des mesures de relance ...	3.009	2.974
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>

Sources: SPF Finances, documents budgétaires.

(1) Il s'agit uniquement des mesures ayant un effet direct sur le solde de financement des administrations publiques.

(2) Travail en équipe et travail de nuit, heures supplémentaires et réduction générale.

raison de l'accélération des projets d'investissement déjà planifiés.

L'effet sur le solde de financement de l'ensemble des mesures discrétionnaires s'élève à 0,9 p.c. du PIB tant en 2009 qu'en 2010⁽¹⁾. Il couvre, pour l'essentiel, des mesures qui ont déjà été adoptées. Il s'agit notamment de majorations des allocations sociales et d'une extension des réductions du précompte professionnel accordées par les gouvernements fédéral et flamand⁽²⁾. Les mesures prises dans le cadre des plans de relance fédéral et régionaux se chiffrent à respectivement 0,5 et 0,4 p.c. du PIB en 2009 et en 2010.

Les principaux coûts budgétaires récurrents associés aux mesures de relance supplémentaires proviennent de l'extension des réductions du précompte professionnel en faveur des entreprises, qui s'élèvent à 482 millions d'euros en 2009 et à 1,1 milliard en 2010. Ainsi, les réductions des charges pesant sur le travail en équipe et sur le travail de nuit ont été élargies à partir du 1^{er} juin 2009. Le nombre d'heures supplémentaires susceptibles d'être exonérées a également été relevé, et la diminution générale du précompte professionnel a été étendue en juin 2009 et

le sera de nouveau en janvier 2010. Enfin, le pourcentage de réduction du précompte professionnel applicable aux chercheurs a été augmenté.

Par ailleurs, afin de contrer les retombées de la crise, le gouvernement a encore adopté une série de mesures spécifiques ayant un effet permanent sur le solde de financement. Ainsi, le pouvoir d'achat des travailleurs qui se retrouvent en situation de chômage temporaire a été renforcé par le biais d'une majoration à la fois des taux d'indemnisation des allocations de chômage et du plafond de calcul. De surcroît, la discrimination fiscale qui touchait les chômeurs temporaires mariés a été éliminée et, sous certaines conditions, les travailleurs intérimaires peuvent plus aisément prétendre à des allocations.

Les plans de relance ne comprennent qu'un petit nombre de mesures ayant un effet temporaire sur le solde de financement. Le gouvernement fédéral et les régions tentent d'accélérer le rythme de leurs propres investissements. En outre, le taux de la TVA sur les nouvelles constructions d'habitations familiales a été ramené de 21 à 6 p.c. sur la première tranche de 50.000 euros. Ce taux a également été réduit de 12 à 6 p.c. pour la construction de logements sociaux publics. Enfin, une réduction unique de 30 euros sur la facture d'électricité a été accordée à tous les ménages en 2009, pour un coût estimé à 135 millions d'euros dans le chef du gouvernement.

Les mesures qui précèdent constituent une partie de la réponse des gouvernements fédéral et régionaux à la crise. En effet, le gouvernement fédéral a également apporté son soutien au secteur financier. Il a de plus adopté des mesures considérables en vue de préserver la position de liquidité des entreprises et des indépendants, notamment par le report des échéances de paiement en matière de TVA, de cotisations sociales et de précompte professionnel, ou par le remboursement anticipé de la TVA. Par ailleurs, les plans régionaux mettent un grand volume de fonds à la disposition des sociétés non financières par le biais des sociétés de participation régionales. Néanmoins, l'ensemble de ces mesures ne s'accompagnent en principe d'aucun effet direct sur le solde de financement des administrations publiques.

3. Commentaires sur les plans de relance

Ce chapitre présente quelques réflexions générales relatives aux plans de relance économique. Il se penche tout d'abord sur les différences entre les États-Unis et l'Europe. Ensuite, il examine à quelle hauteur les mesures de relance européennes satisfont aux conditions 3 T. Enfin, il

attire l'attention sur l'ampleur des risques liés à la vague actuelle d'activisme budgétaire.

Différences entre les États-Unis et l'Europe

Le plan de relance économique des États-Unis est beaucoup plus étendu que celui de l'UE. Concrètement, cumulé sur 2009 et 2010, le coût budgétaire du plan américain se monterait à 5,4 p.c. du PIB, tandis que celui du plan européen se limiterait à 1,8 p.c. du PIB. Ces chiffres ne donnent cependant pas une image précise du soutien budgétaire total dans les deux économies. À cette fin, il convient en effet de tenir compte des différences en termes de stabilisateurs automatiques. Dans l'UE, le soutien budgétaire par le biais des stabilisateurs automatiques s'élèverait à 3,2 p.c. du PIB, ce qui représente un soutien budgétaire nettement supérieur à celui que fournissent les plans de relance. Aux États-Unis, les stabilisateurs jouent un rôle beaucoup plus modeste, dans la mesure où la pression fiscale y est plus limitée. L'absence d'un solide filet de sécurité sociale constitue, du reste, un argument de poids pour une relance budgétaire plus importante aux États-Unis. D'ailleurs, l'expérience du passé montre qu'il existe aux États-Unis, du moins dans une beaucoup plus large mesure qu'en Europe, une culture d'interventions budgétaires d'envergure par temps de crise.

Promptes, temporaires et ciblées ?

Il est difficile de juger si les plans de relance européens arrivent à temps. Tout bien considéré, les gouvernements ont réagi relativement rapidement. Il est vrai que des retards ont été pris entre le début de la crise économique et sa constatation et entre la décision et, finalement, la mise en œuvre des plans de relance, mais ces retards étaient difficilement évitables. L'expérience du passé, dans le cadre de crises financières graves, montre que celles-ci s'accompagnent souvent de récessions économiques de longue durée. Si la récession actuelle devait également durer, les mesures sembleraient avoir été prises en temps voulu – ou, du moins, elles ne seraient pas procycliques. En ce qui concerne les mesures portant sur les investissements, il appert que celles-ci sont principalement orientées vers l'accélération de projets déjà planifiés et non vers de nouveaux investissements. En Belgique, les mesures ayant l'impact budgétaire le plus important sur le solde de financement, à savoir la réduction du précompte professionnel et l'adaptation au bien-être, n'ont été exécutées qu'à partir de la seconde moitié de 2009. La mise en œuvre des mesures temporaires et l'injection de liquidités ont été effectuées à temps et sont à même de contribuer très efficacement

à limiter l'impact de la croissance économique défavorable et d'aider les sociétés rentables rencontrant des problèmes de liquidités à franchir le cap de la période la plus difficile.

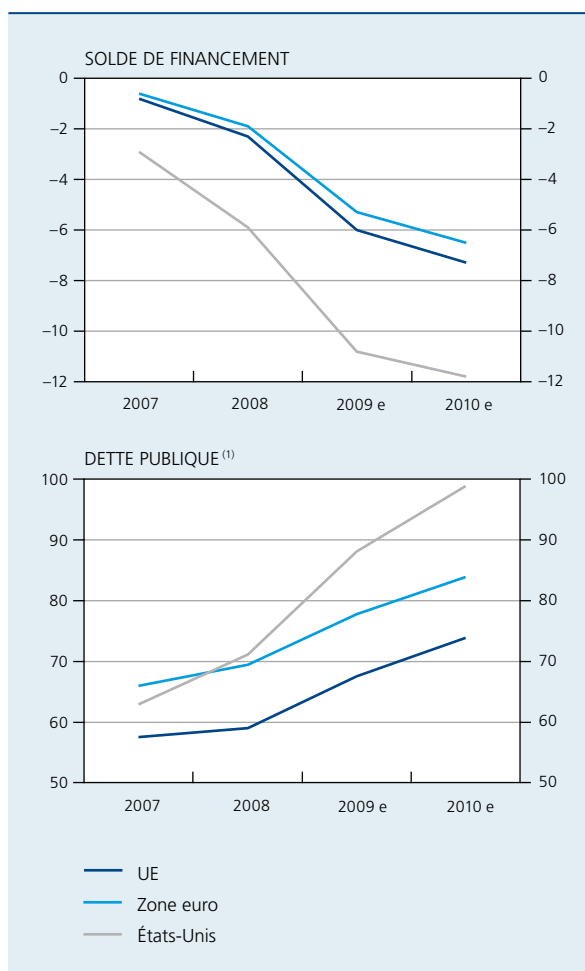
Les plans de relance des différents États membres de l'UE ne sont pas tous de nature temporaire. Si ceux de certains États, tel le Royaume-Uni, le sont vraiment, dans d'autres pays, ce n'est que peu – voire pas du tout – le cas. La Belgique appartient à cette dernière catégorie de pays. Les mesures de relance qui y ont été prises présentent, très largement, un caractère permanent, en raison principalement de celles prises dans le cadre de l'accord interprofessionnel.

Enfin, il est difficile d'apprécier dans quelle mesure les interventions sont ciblées, notamment parce que le critère dont il est question est vague. Quoi qu'il en soit, un large éventail de mesures ont été prises. En Belgique, les mesures semblent être partiellement ciblées, par exemple lorsqu'il s'agit de contrer le chômage, de fournir des moyens financiers aux entreprises et aux ménages confrontés à des problèmes de liquidités et de stimuler des réformes structurelles. Il convient néanmoins de souligner que seul un nombre très limité de mesures touchent aux investissements publics, notamment parce que le pouvoir fédéral n'a plus de compétences importantes en la matière. La majeure partie du coût du plan profite directement à l'ensemble des ménages et des entreprises, dans l'espoir que ceci leur donne davantage de possibilités de consommer et d'investir. En période économique défavorable, caractérisée par une confiance très faible des consommateurs et des producteurs, il est toutefois vraisemblable qu'une part substantielle de ces moyens soit épargnée et ne soit, par conséquent, pas consommée ou investie.

Risques liés à l'actuelle vague d'activisme budgétaire

Ces dernières décennies, un consensus s'est dégagé sur le fait que des finances publiques saines et soutenables constituaient l'une des clés de voûte d'une culture de la stabilité tournée vers une croissance durable à long terme. Dans l'UE, et plus particulièrement dans la zone euro, une politique budgétaire responsable est, en principe, imposée par les règles budgétaires du pacte de stabilité et de croissance. Dans cette perspective, il faut sans doute souligner que, depuis l'introduction de l'euro, certains pays n'ont pas toujours respecté ces règles de manière stricte et n'ont pas suffisamment mis à profit les périodes favorables des années précédentes pour procéder à une amélioration structurelle de leur politique budgétaire.

GRAPHIQUE 3 PROJECTIONS EN MATIÈRE DE FINANCES PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, OCDE.
(1) Dette publique brute consolidée.

La vague d'activisme budgétaire née de la crise économique et financière n'est pas sans risque. Selon la dernière estimation de la CE, le déficit budgétaire dans l'UE devrait, sous l'effet de la crise, atteindre 7,3 p.c. du PIB en 2010, tandis que le taux d'endettement s'établirait la même année à 73,9 p.c. du PIB. Dans la zone euro, le déficit public devrait se chiffrer en 2010 à 6,5 p.c. du PIB, alors que le taux d'endettement grimperait à 83,9 p.c. du PIB. Aux États-Unis, le déficit public devrait, selon l'OCDE, augmenter en 2009 et en 2010, pour atteindre respectivement 10,8 et 11,8 p.c. du PIB, ce qui engendrerait une hausse du taux d'endettement jusqu'à près de 100 p.c. Compte tenu de l'ampleur des déficits publics, les dettes publiques risquent de s'alourdir considérablement les années suivantes.

Le défi auquel doivent faire face tous les gouvernements nationaux consiste à trouver le juste équilibre entre, d'une part, la nécessité de relancer l'économie à court terme et le souhait d'y parvenir en adoptant des mesures budgétaires et, d'autre part, la soutenabilité des finances publiques. À cet égard, il ne faut pas perdre de vue que de nombreux pays seront, dans les années qui viennent, confrontés à l'impact du vieillissement de la population sur les finances publiques.

Quoi qu'il en soit, il faut dissiper tous les doutes quant à la soutenabilité des finances publiques à long terme, d'autant plus qu'ils vont à l'encontre de l'effet recherché par les plans de relance. Dans le cas contraire, des effets non keynésiens pourraient apparaître – l'impulsion budgétaire ferait alors surtout grimper le taux d'épargne, sans entraîner de hausse des dépenses –, et les écarts de taux d'intérêt et, par conséquent, les charges d'intérêts pourraient fortement augmenter.

Il est dès lors primordial que les mesures de relance soient, autant que possible, temporaires. En outre, il est d'une importance cruciale que les responsables de la politique économique mettent en avant la perspective de réduire radicalement les déficits budgétaires, sinon de les combler, dès le moment où l'économie affichera à nouveau une trajectoire de croissance plus proche de la normale.

À cet égard, il convient de souligner que, dans un rapport sur le plan européen pour la relance économique transmis au Conseil européen des 18 et 19 juin 2009, le Conseil Ecofin estime, au vu des prévisions économiques et budgétaires, que de nouveaux incitants budgétaires ne se justifient pas et que la priorité doit aller à la consolidation

budgétaire, à mesure que s'affermira la reprise économique.

Conclusion

Les plans de relance économique constituent un pan important du large éventail de mesures adoptées par les responsables de la politique économique à travers le monde en réponse à la crise financière et à la récession économique. Leur objectif est méritoire, mais peut-il réellement être atteint? S'il est vrai que les mesures de relance peuvent atténuer la récession économique à court terme, leur effet est toutefois incertain et pourrait être relativement limité. Les plans de relance ne pourraient avoir un impact optimal à court terme sur la croissance économique que si certaines conditions nécessaires sont remplies. Une condition essentielle à cet égard est que les doutes quant à la soutenabilité à long terme des finances publiques soient écartés.

Conjugués à une situation budgétaire initiale déjà peu favorable dans certains pays, les plans de relance économique ainsi que l'effet qu'exerce la récession économique sur la situation budgétaire par le biais de stabilisateurs automatiques relativement puissants ont toutefois porté gravement atteinte à la santé des finances publiques dans bon nombre de pays. La plupart des pays européens, dont la Belgique, semblent dès lors ne plus disposer d'aucune marge pour adopter des mesures de relance additionnelles efficaces. En revanche, le besoin de stratégies claires et fiables annonciatrices d'un retour à des finances publiques saines et soutenables se fait actuellement sentir.

Bibliographie

Cordon W. (2009), *The theory of the fiscal stimulus: How will a debt-financed stimulus affect the future?*, Centre for Economic Policy Research, Policy Insight, 34.

CE (2008), *Communication de la Commission au Conseil européen. Un plan européen pour la relance économique*, COM(2008) 800.

Conseil de l'Union européenne (2009), *Rapport sur le plan européen pour la relance économique*, Contribution du Conseil (Ecofin) au Conseil européen des 18 et 19 juin, 10771/09.

EC (2009), *Public finances in EMU – 2009*, European Economy, 5.

IMF (2008), *Financial stress and economic downturns*, World Economic Outlook, chap. 4, 129-158.

IMF (2008), *Fiscal policy as a countercyclical tool*, World Economic Outlook, chap. 5, 159-196.

IMF (2009), *Update on fiscal stimulus and financial sector measures*, 26 April.

Gouvernement fédéral belge (2008), *Plan de relance: rétablissons la confiance*, 11 décembre.

OCDE (2009), *Efficacité et ampleur de la relance économique*, Perspectives économiques – Rapport intermédiaire, 105, chapitre 3, 109-156.

Roeger W. et J. in 't Veld (2009), *Fiscal policy with credit constrained households*, European Economy, Economic Papers, 357.

Romer C. (2009), *Lessons from the Great Depression for economic recovery in 2009*, Brookings Institution, Paper presented on 9 March.

Spilimbergo A., S. Symanski, O. Blanchard et C. Cottarelli (2008), *Fiscal policy for the crisis*, IMF Staff Position Note.

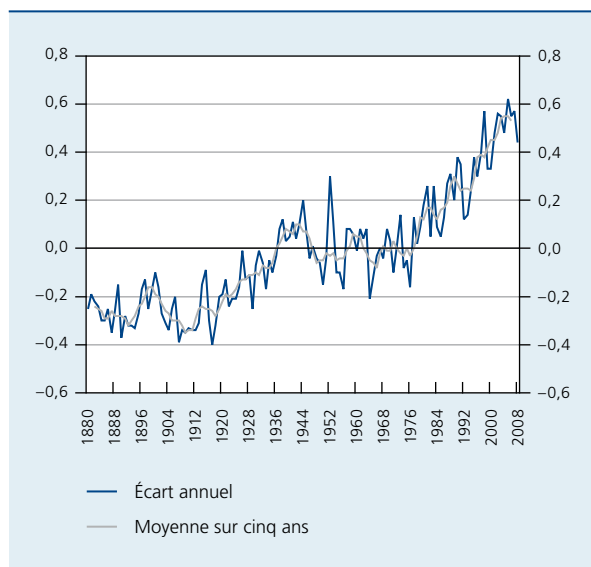
Vers une fiscalité environnementale plus forte ?

K. Van Cauter
L. Van Meensel

Introduction

L'intérêt pour les problèmes environnementaux, qu'ils soient de portée locale ou internationale, s'est considérablement accru au cours des dernières décennies. Sur le plan international, l'épuisement des combustibles fossiles, la disponibilité d'eau potable et le réchauffement de la planète induit par les émissions de CO₂ et d'autres gaz à effet de serre sont devenus des thèmes d'actualité incontournables.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE LA TEMPÉRATURE TERRESTRE GLOBALE
(écart par rapport à la moyenne 1951-1980)



Source : Godart Institute for Space Studies.

La température moyenne a progressivement augmenté au fil du siècle dernier. La plupart des scientifiques s'accordent à dire qu'il existe un lien entre les activités humaines et le réchauffement de la planète. Ainsi, la concentration atmosphérique en gaz à effet de serre s'accroît en raison de la combustion des énergies fossiles, de la déforestation et de certaines activités industrielles et agricoles. Le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat des Nations Unies affirmait en 2007, dans son quatrième rapport, que la température pourrait monter de plus de 3 degrés Celsius d'ici à 2100. Les conséquences économiques du réchauffement climatique ont été évaluées la même année par le rapport Stern, lequel fait autorité en la matière. Elles sont considérables car, selon les prévisions, le réchauffement climatique devrait avoir de lourdes répercussions : montée du niveau des océans, atteintes aux écosystèmes, recul de la productivité agricole en raison de périodes de sécheresse plus longues, pénuries d'eau douce, propagation de maladies comme le paludisme et fréquence accrue des phénomènes météorologiques extrêmes tels qu'inondations et ouragans. Le rapport avance également que le bénéfice que l'on pourrait retirer d'une action forte et immédiate visant à limiter les émissions de gaz à effet de serre serait nettement supérieur à son coût.

Face à la propagation des causes et conséquences d'un certain nombre de problèmes environnementaux à travers le monde, diverses institutions internationales ont commencé à déployer des activités tournées vers la protection de l'environnement. Ainsi, en 1992, à Rio de Janeiro, la convention sur le climat a été adoptée sous l'égide des Nations Unies. Elle avait pour objectif de réduire les émissions de gaz à effet de serre et, partant, de prévenir ou

de limiter les conséquences indésirables des changements climatiques. S'inscrivant dans le cadre de la convention sur le climat, le protocole de Kyoto a, quant à lui, été conclu en 1997. Par ce protocole, les pays industrialisés se sont engagés à diminuer globalement, à l'horizon 2008-2012, leurs émissions de six gaz à effet de serre d'au moins 5 p.c. par rapport au niveau de celles de 1990. En décembre 2009, à Copenhague, tous les efforts devraient converger en vue de sceller un nouvel accord, qui fixerait les objectifs de réduction des émissions pour la période allant au delà de 2012.

Il ne fait aucun doute que, dans les prochaines décennies, les défis environnementaux seront considérables et que les gouvernements auront un grand rôle à jouer dans la réponse à y apporter. Afin de réaliser les objectifs environnementaux, les gouvernements disposent d'une gamme étendue d'instruments. Généralement, une distinction est opérée entre, d'une part, les instruments de régulation, tels que les interdictions ou les normes technologiques, qui imposent des règles contraignantes, et, d'autre part, les instruments de marché, comme les taxes environnementales, les subventions ou les systèmes d'échange de droits d'émission, qui visent une réduction de la pollution par le biais de changements dans les prix relatifs des produits. Des instruments plus souples peuvent être utilisés en parallèle, tels que la sensibilisation de la population aux questions environnementales ou la prévention. La sélection d'un instrument plutôt que d'un autre doit se faire en confrontant les avantages et inconvénients inhérents à chacun d'eux en fonction du type de pollution. Ainsi, soumettre les produits les plus nuisibles à des interdictions peut constituer la voie la plus efficace. Dans un certain nombre de cas, les instruments de marché pourront s'avérer les plus indiqués afin d'atteindre la réduction de pollution souhaitée au coût le plus bas. Les institutions internationales sont d'ailleurs favorables au principe du « pollueur-payeur ». Ce principe, qui est repris dans le traité de l'UE, est reconnu par l'OCDE depuis 1970. Par conséquent, au sein de la catégorie des instruments de marché, la préférence est souvent donnée aux taxes environnementales ou aux droits d'émission négociables, au détriment des subventions, qui ne répondent pas à ce principe.

Le présent article se penche tout d'abord sur les implications du choix d'une approche en termes d'instruments de marché et, en particulier, de taxes environnementales, plutôt qu'en termes d'instruments plus traditionnels, tels que la réglementation. En second lieu, il examine la manière dont l'usage et l'ampleur des taxes environnementales ont évolué dans l'UE. Ensuite, il passe en revue les taxes environnementales existant en Belgique, avant de s'intéresser au protocole de Kyoto et au système

européen d'échange de droits d'émission de CO₂. Enfin, une série de conclusions sont dégagées.

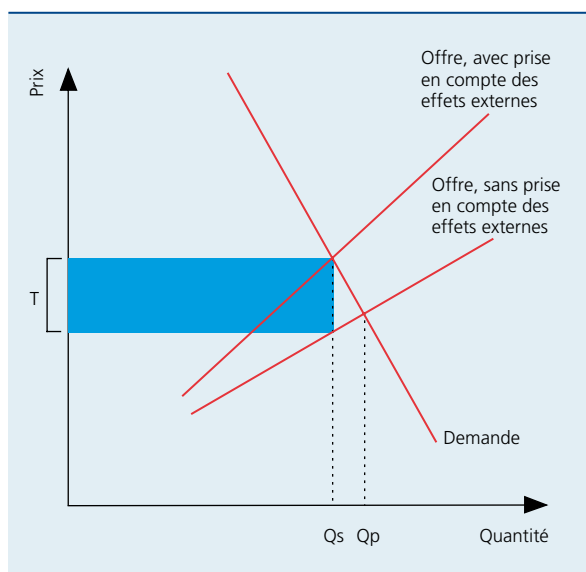
1. Les taxes environnementales en tant qu'instrument de politique : cadre théorique

1.1 Cadre théorique des taxes environnementales

Une pollution excessive de l'environnement peut résulter de distorsions dans le fonctionnement du marché, dues à l'existence d'effets externes négatifs qui accompagnent certaines formes de production et de consommation. Les effets externes négatifs sont les dommages que subit l'ensemble de la collectivité et que le producteur ou le consommateur n'est pas amené à compenser. En effet, le producteur ou le consommateur reçoit un signal de prix trop faible, si bien qu'il va produire ou consommer ce bien excessivement – du point de vue de la collectivité.

La taxe environnementale traditionnelle – appelée aussi « taxe Pigou » – repose sur la théorie du bien-être. Elle tente de corriger le signal de prix erroné et de ramener ainsi les quantités produites et consommées d'un bien à leur optimum collectif. En raison du mauvais fonctionnement du marché, les coûts marginaux privés en fonction desquels le producteur détermine son offre d'un bien sont inférieurs aux coûts marginaux sociaux, qui tiennent compte des effets externes négatifs liés à la pollution. Le prix du bien est défini, à l'exclusion de la taxe, par la

GRAPHIQUE 2 INTERNALISATION DES EFFETS EXTERNES PAR L'INSTAURATION D'UNE TAXE ENVIRONNEMENTALE



demande du consommateur et par l'offre du producteur, coûts externes non compris. Par l'instauration d'une taxe (T) par unité du bien, il est possible d'internaliser les effets externes négatifs. Ladite taxe permet de ramener les quantités consommées au point d'intersection entre la demande du consommateur et l'offre, y compris les effets externes. La diminution de la consommation du bien (de Q_p vers Q_s) s'accompagne d'une hausse du prix et d'une recette fiscale égale à $T \times Q_s$. Dans de nombreux cas, cette recette fiscale n'est pas négligeable car les taxes environnementales sont souvent levées sur des produits dont la demande est inélastique par rapport au prix, ce qui signifie que les quantités consommées de ces produits sont peu sensibles aux prix.

Il convient de souligner que ce n'est pas nécessairement la tolérance zéro en matière de pollution qui est recherchée, mais plutôt un niveau de pollution acceptable sur le plan économique, qui prend en compte son coût pour les générations actuelles et futures. Déterminer la hauteur de la taxe qui revient aux administrations publiques ainsi que le niveau optimal de pollution n'est pas aisé.

Les taxes environnementales et les systèmes d'échange de droits d'émission sont deux instruments pouvant avoir des effets très similaires. Si l'introduction d'une taxe environnementale T sur un bien mène à une quantité produite Q_s , alors le même résultat peut être atteint en allouant, pour ce niveau de production, des droits d'émission négociables qui, dans un marché concurrentiel, déboucheront sur un prix du droit d'émission qui, par unité de produit, correspondra à T. Le niveau de la réduction de la pollution et la répartition de celle-ci entre les entreprises sont, en outre, identiques pour les deux types d'instruments. Dans les deux cas, les entreprises concernées sont confrontées à des coûts supplémentaires de T par unité de produit, ce qui les incitera à moins polluer aussi longtemps que les coûts ainsi encourus seront inférieurs à T. Si une telle diminution de la pollution s'accompagne de coûts trop élevés, elles opteront au contraire pour l'acquisition de droits d'émission ou pour le paiement de la taxe environnementale. Dans la mesure où les droits d'émission sont mis aux enchères, ils génèrent des recettes, pour les administrations publiques, qui sont équivalentes au produit de la taxe environnementale.

Les conséquences pratiques de la mise en œuvre des deux instruments peuvent diverger sensiblement. Ainsi, des droits d'émission négociables suffisamment contraignants garantissent un niveau global d'émissions de gaz à effet de serre mais peuvent, en raison de l'incertitude entourant les coûts de la réduction des émissions auxquels sont confrontées les entreprises, s'accompagner de coûts très élevés pour ces dernières. En revanche, si les taxes

environnementales fixent un maximum aux coûts marginaux de la réduction de la pollution par entreprise, elles ne peuvent offrir aucune garantie en termes de volume global d'émissions.

1.2 Avantages et inconvénients des instruments de marché

Comme on l'a précisé ci-dessus, les gouvernements disposent d'une gamme étendue d'instruments en vue de donner forme à leur politique environnementale. L'utilisation d'instruments visant à soutenir le fonctionnement du marché et, en particulier, des taxes environnementales, présente, dans des cas bien précis, certains avantages.

Ainsi, les instruments de marché peuvent faire en sorte que, lorsque le coût de la réduction de la pollution diffère selon les entreprises, la pollution est réduite dans celles où ce processus est le moins coûteux. Les entreprises qui font déjà appel aux technologies vertes les plus récentes ne devront plus rechercher d'autres moyens onéreux de diminuer davantage encore leur pollution, mais pourront opter pour le paiement de la taxe. Par contre, les entreprises qui utilisent des technologies plus anciennes et plus polluantes seront, afin de payer moins de taxes, plus enclines à effectuer la transition vers des technologies plus récentes et plus propres, ce qui contribuera à freiner la pollution. De manière générale, les instruments qui ne sont pas axés sur le marché ne pourront donner lieu à une réduction de la pollution aussi efficace sur le plan économique que beaucoup plus difficilement, notamment en raison de l'absence des informations détaillées qu'il serait nécessaire de détenir à l'échelle de l'entreprise. Les instruments de marché présentent l'avantage supplémentaire qu'il n'est pas indispensable de négocier avec chaque entreprise.

En outre, les taxes environnementales constituent une incitation permanente à rechercher de nouvelles techniques en vue de limiter davantage la pollution ou à mettre en œuvre de nouvelles technologies plus rapidement afin de payer moins de taxes. Dans le cadre d'objectifs quantitatifs en matière de pollution ou d'émissions, les entreprises ne sont plus incitées à améliorer leurs performances une fois que ceux-ci ont été atteints.

Enfin, les recettes provenant de l'instauration d'une taxe environnementale peuvent être mises à profit pour réduire d'autres taxes, en particulier les prélèvements sur le travail, et faire ainsi d'une pierre deux coups. L'amélioration de l'environnement pourrait alors aller de pair avec un renforcement de la position concurrentielle et un

relèvement du taux d'emploi. Il semble toutefois que la réalisation de ce double avantage dépende des modalités exactes de la réforme engagée. Si les hausses de prix induites par l'introduction des taxes environnementales étaient immédiatement répercutées sur les salaires, une part importante de cet effet disparaîtrait, et il pourrait même devenir négatif.

Toutefois, le recours à des instruments de marché présente également certains inconvénients.

Si l'impact de la pollution dépend du lieu, du moment et de la manière de produire et de consommer, il peut parfois s'avérer très complexe d'en tenir compte au moyen de taux de taxation différenciés. Pour cette raison, il peut être utile de privilégier d'autres instruments qui permettent de limiter la production ou la consommation à tel endroit ou sur telle période.

En outre, il est parfois difficile de recueillir une large adhésion de la société au principe des taxes environnementales, en raison des hausses de prix que celles-ci induisent, bien que, de cette manière, des recettes fiscales soient aussi générées et que la consommation et la production soient ramenées à des niveaux plus acceptables pour la société. Par ailleurs, les taxes environnementales peuvent entraîner la fermeture de certaines entreprises; dans ce cas, les conséquences sociales sont également importantes.

Ensuite, les taxes environnementales ont généralement un caractère régressif, ce qui signifie que la charge de la taxe s'appuie davantage sur les couches de la population les plus fragiles financièrement. Même si des mesures compensatoires peuvent remédier à cette situation, il est essentiel de préserver le signal de prix.

Enfin, les coûts supplémentaires liés aux taxes environnementales qui sont supportés par les entreprises actives sur les marchés internationaux peuvent conduire à des problèmes de compétitivité et à une délocalisation des activités et de la pollution vers des régions où celles-ci ne sont que peu, voire pas taxées. Cette préoccupation vaut également lorsqu'il est fait appel à des instruments non axés sur le marché. Une collaboration au sein des forums internationaux pourrait néanmoins permettre de limiter ces délocalisations.

La politique environnementale étant généralement très complexe, une combinaison de différents instruments est souvent utilisée, laquelle associe par exemple les taxes à la réglementation imposant des restrictions au niveau du lieu de production ou de consommation ou sur certains types de pollution.

2. Les taxes environnementales dans l'UE

2.1 Champ statistique des taxes environnementales

Afin de renforcer la comparabilité internationale des données relatives aux taxes environnementales, Eurostat, l'OCDE et l'Agence internationale de l'énergie ont développé conjointement un cadre statistique harmonisé. Au sein de celui-ci, l'affectation des recettes publiques à la catégorie des taxes environnementales s'opère exclusivement sur la base de l'assiette d'imposition. La définition utilisée par ces institutions est la suivante: «une taxe environnementale est une taxe dont l'assiette est une unité physique d'un bien qui a un impact négatif spécifique et avéré sur l'environnement». Lors de l'évaluation, il n'est aucunement tenu compte de l'objectif poursuivi par le gouvernement au moment de l'instauration de la taxe. En revanche, la TVA due sur de tels biens n'est pas considérée comme une taxe environnementale, en raison des problèmes statistiques d'identification.

Comme les autres taxes, les taxes environnementales consistent en des versements obligatoires, sans contrepartie directe, prélevés par les administrations publiques. Elles se distinguent ainsi des redevances, qui impliquent l'existence d'une contrepartie et sont donc considérées comme le paiement d'un service. Par exemple, le prix payé pour les sacs-poubelles ménagers est considéré comme un paiement pour la collecte et le traitement des déchets ménagers, ce qui explique qu'il ne peut être assimilé à une taxe environnementale. Par ailleurs, la façon dont sont organisés les systèmes joue également un rôle. Ainsi, les systèmes de péage d'autoroutes sont, dans certains pays, exploités par des entreprises privées qui n'entrent dès lors pas dans les comptes des administrations publiques. L'existence de telles différences rend ardue toute comparaison des taxes environnementales à l'échelle internationale.

Le problème de la comparabilité peut également s'illustrer à partir des taxes sur les eaux usées des ménages belges, qui étaient autrefois perçues par les régions et traitées comme des impôts. Ces taxes ne sont plus prélevées par les régions, mais les coûts du traitement des eaux usées sont intégrés à la facture d'eau des sociétés de distribution d'eau potable. Si ces taxes ont donc disparu des comptes des administrations publiques, les clients des sociétés de distribution d'eau potable paient de fait les mêmes montants pour le traitement de leurs eaux usées.

Enfin, il convient de souligner que des recettes élevées de taxes environnementales peuvent être tant la conséquence d'une faible taxe assortie d'un niveau important de pollution que celle d'une taxe élevée avec un niveau de pollution peu important. Une analyse approfondie des données doit dès lors toujours intégrer une comparaison des taux effectifs des taxes environnementales.

2.2 Usage des taxes environnementales dans l'UE

2.2.1 Évolution des taxes environnementales

En dépit de l'attention qui leur est accordée depuis un certain temps déjà, l'ampleur des taxes environnementales n'a guère progressé au cours des dernières années. Ainsi, entre 1999 et 2007, le produit de ces taxes a reculé de 2,8 à 2,5 p.c. du PIB dans l'UE considérée dans son ensemble. En Belgique, il a sensiblement augmenté durant la première moitié des années 1990, pour s'établir à un niveau maximum de 2,5 p.c. du PIB en 1997, un niveau qui fut à nouveau atteint en 1999. Depuis lors, le produit de ces taxes a diminué, se chiffrant à 2,1 p.c. du PIB en 2007.

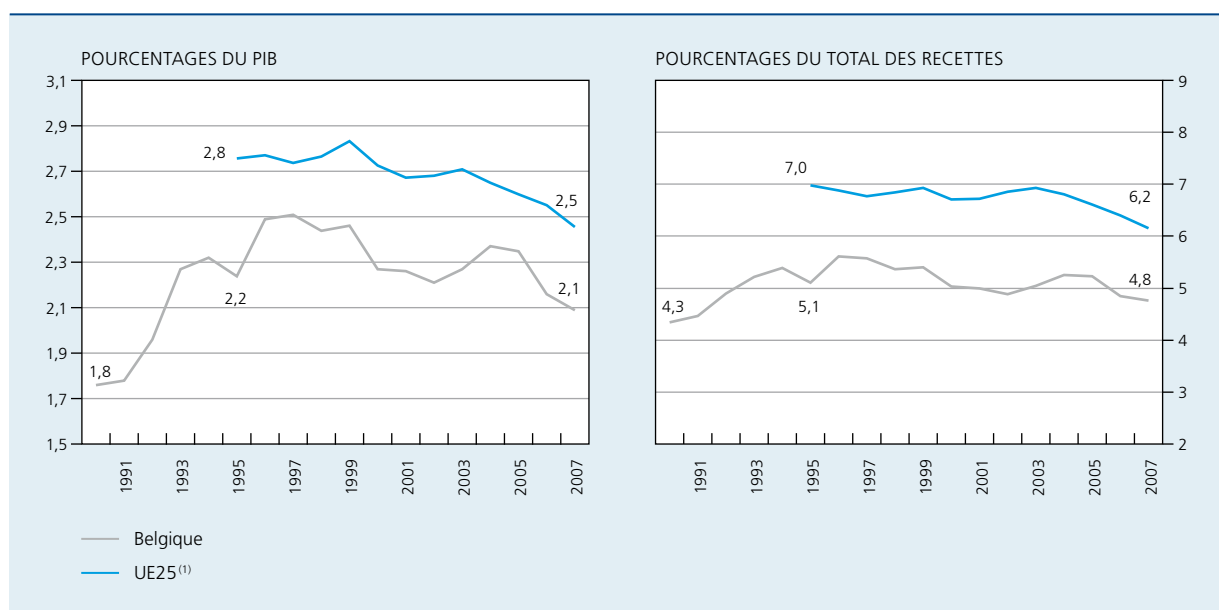
Bien que le produit des taxes environnementales ait baissé au cours de la dernière décennie, une tendance à une diversification de ces taxes semble se dessiner. Alors que dans les années 1990, les taxes environnementales se

résumaient presque exclusivement à des accises sur les produits pétroliers, leur gamme s'est, depuis, considérablement élargie. Hormis le Luxembourg et le Portugal, où les taxes environnementales se limitent à des taxes sur les huiles minérales ainsi que sur la possession et l'utilisation d'un véhicule, tous les pays de l'UE15 ont introduit au moins une autre taxe environnementale.

Si l'on se base sur l'évolution des taxes environnementales dans l'UE, il semble n'avoir été question d'aucune réforme fiscale «verte» d'envergure. Ce n'est qu'à la fin des années 1990 qu'on a pu assister à une modulation écologique des systèmes fiscaux dans la plupart des pays de l'UE, juste avant que l'ampleur des taxes environnementales ne fléchisse à nouveau. Ce mouvement peut s'expliquer par le fait que les taxes environnementales consistent, la plupart du temps, en des montants nominaux forfaitaires qui sont exprimés par unité de bien. Le produit de ces taxes a donc tendance à diminuer en termes réels au fil du temps⁽¹⁾. En outre, les taxes environnementales ont pour objectif explicite de ralentir la croissance de la consommation d'un bien nuisible à l'environnement, ce qui explique que, dans de nombreux cas, le produit de ces taxes n'évolue pas de concert avec la croissance du PIB.

(1) Tel ne serait pas le cas si les taxes environnementales étaient périodiquement adaptées à l'évolution des prix. Des États membres de l'UE, seul le Danemark a mis en place un système d'indexation périodique des taux nominaux des taxes environnementales.

GRAPHIQUE 3 ÉVOLUTION DE L'AMPLEUR DES TAXES ENVIRONNEMENTALES



2.2.2 Composition des taxes environnementales

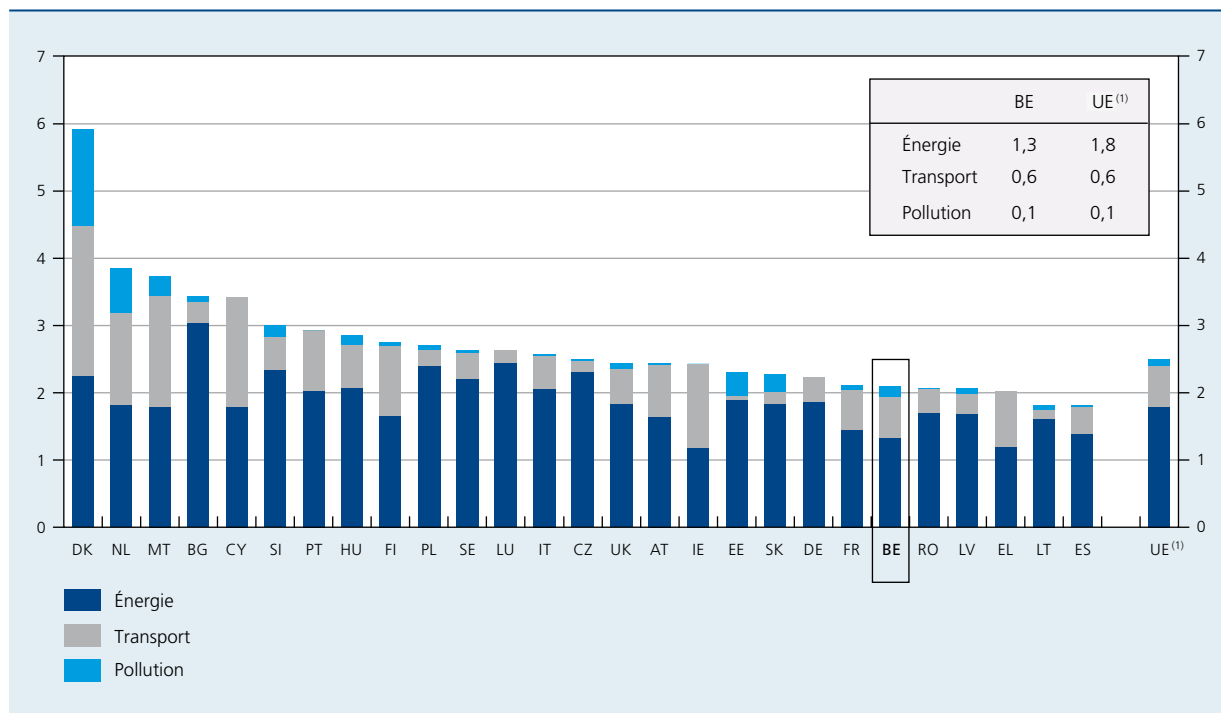
L'importance relative des taxes environnementales diffère selon les États membres de l'UE mais, en général, les recettes qu'elles génèrent s'inscrivent dans une fourchette allant de 2 à 3,5 p.c. du PIB en 2007. Seuls deux États membres présentent des recettes fiscales environnementales inférieures à cette fourchette et trois États membres des recettes supérieures à celle-ci. Avec des recettes environnementales atteignant 5,9 p.c. du PIB, le Danemark occupe une position particulièrement atypique au sein de l'UE. Les Pays-Bas et Malte se distinguent également, les recettes environnementales y représentant respectivement 3,9 et 3,7 p.c. du PIB. C'est en Lituanie et en Espagne que les recettes environnementales exprimées en pourcentage du PIB sont les plus basses.

En Belgique, l'ampleur des taxes environnementales en proportion du PIB est assez faible par rapport à celle observée dans les autres pays de l'UE. La Belgique se situe à la vingt-deuxième place de l'UE27. En France, en Allemagne et au Royaume-Uni, le produit des taxes environnementales est comparable à celui de la Belgique. Au Luxembourg, la part des taxes environnementales dans le

PIB avoisine la moyenne de l'UE; ce résultat découle de la combinaison de taux relativement bas et d'un niveau élevé de la consommation, en ce compris celle des étrangers.

D'un point de vue statistique, les taxes environnementales se subdivisent en trois catégories, à savoir les taxes sur l'énergie, le transport et la pollution. Les taxes sur l'énergie englobent les taxes sur les produits énergétiques, tant ceux qui sont utilisés pour le transport que les autres. Les taxes énergétiques liées au transport incluent principalement celles sur l'essence et sur le diesel. Les taxes énergétiques non liées au transport se composent surtout de celles sur le mazout de chauffage, le gaz, le charbon et l'électricité. Les taxes CO₂ relèvent également de cette catégorie, dans la mesure où elles constituent généralement une composante indissociable des taxes sur l'énergie. Les taxes sur le transport comprennent celles liées à la possession et à l'utilisation d'un véhicule. Elles regroupent tant les taxes uniques payées lors de l'achat d'un véhicule que les redevances récurrentes, mais elles ne couvrent ni les accises sur l'essence ni celles sur le diesel. Les taxes sur la pollution et les matières premières englobent notamment les taxes sur les emballages, les émissions de pollution atmosphérique, les déchets et l'utilisation de l'eau.

GRAPHIQUE 4 COMPOSITION DES TAXES ENVIRONNEMENTALES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE
(pourcentages du PIB, 2007)

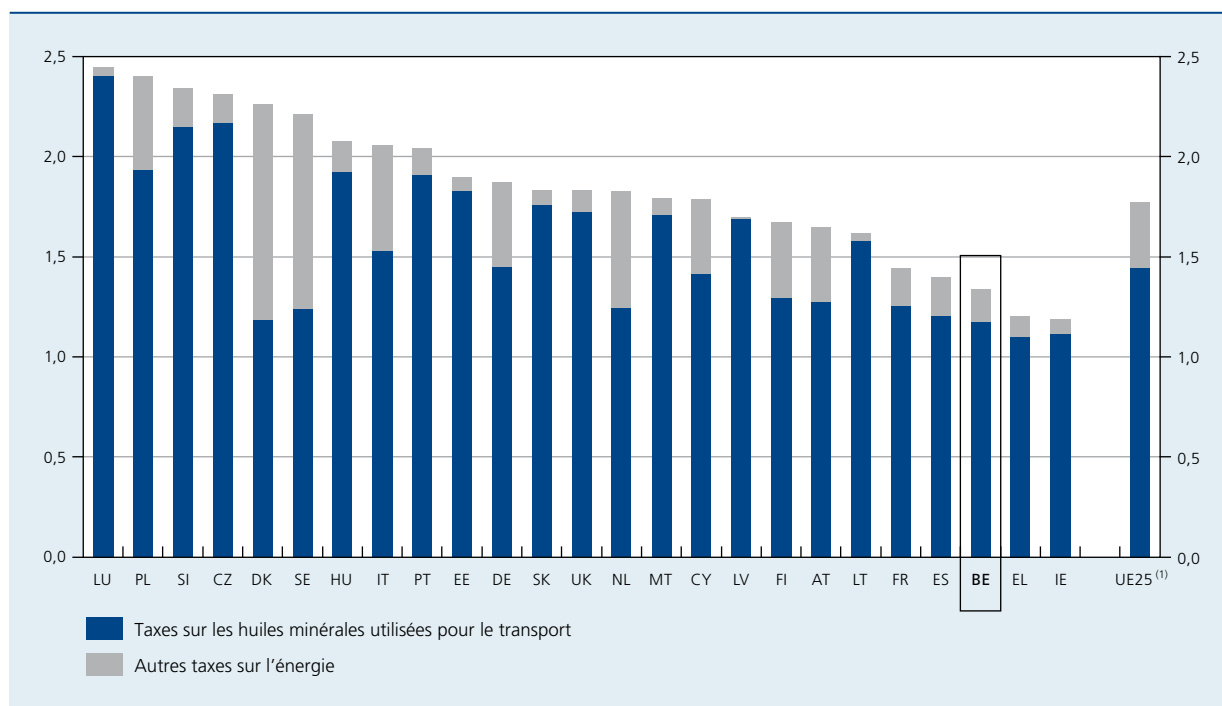


Source : CE.

(1) Moyenne pondérée.

GRAPHIQUE 5 PART DES TAXES SUR LES HUILES MINÉRALES UTILISÉES POUR LE TRANSPORT DANS LE TOTAL DES TAXES SUR L'ÉNERGIE

(pourcentages du PIB, 2007)



Source : CE.

(1) Moyenne pondérée.

Il n'est guère surprenant de constater que, dans l'UE, ce sont les taxes énergétiques qui constituent la majeure partie des taxes environnementales. Ainsi, elles en représentent près des trois quarts. Les taxes sur le transport – autres que celles sur la consommation de produits énergétiques – correspondent à un peu moins du quart de l'ensemble des taxes environnementales. En revanche, avec une part d'environ 5 p.c., les taxes sur la pollution ne contribuent que marginalement au total des taxes environnementales.

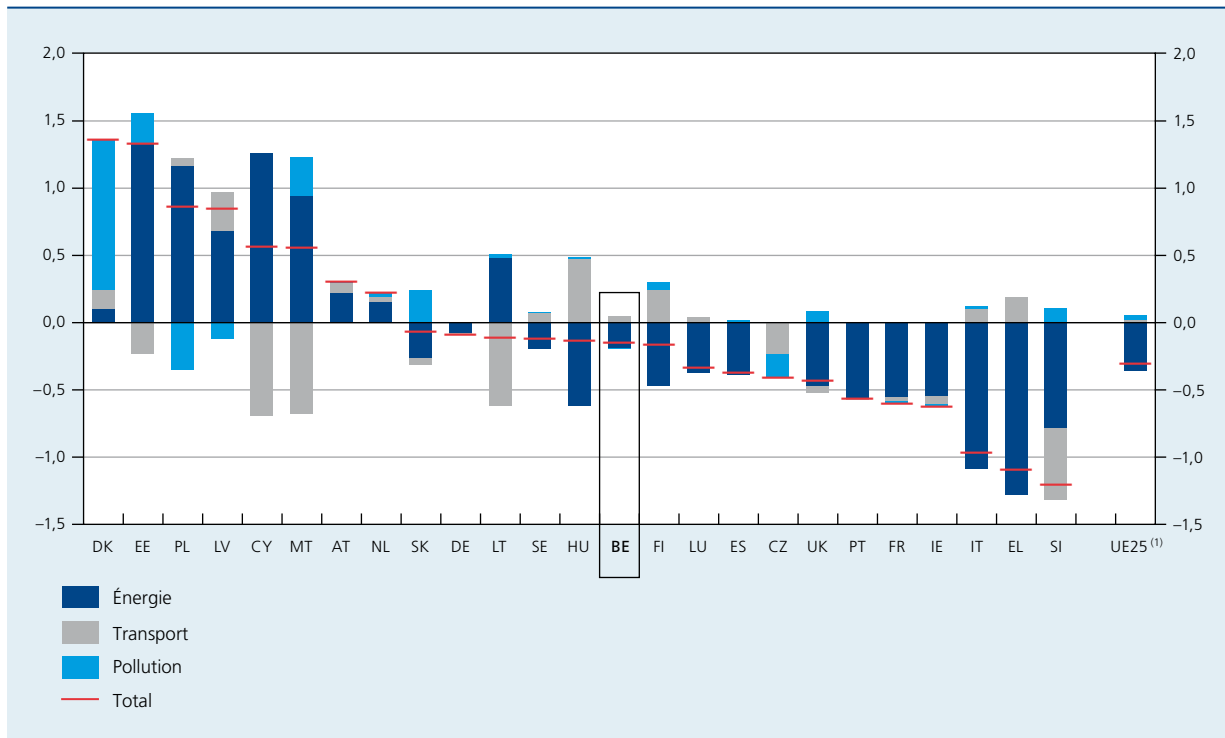
Au sein de la catégorie des taxes énergétiques, la part des taxes sur les carburants utilisés pour le transport est prédominante. En moyenne, celles-ci correspondent à environ 80 p.c. du total des taxes environnementales. Dans la plupart des pays ayant adhéré à l'UE en 2004, ce pourcentage est encore beaucoup plus élevé. Dans les États membres de l'UE15, la part des taxes sur les carburants utilisés pour le transport en pourcentage du total des taxes énergétiques revient de plus de 90 p.c. au Luxembourg, en Irlande, en Grèce, au Portugal et au Royaume-Uni à un peu plus de 50 p.c. au Danemark et en Suède, et ce en raison du montant considérable des taxes sur l'électricité et le gaz naturel dans ces deux derniers pays.

2.2.3 Déterminants de l'évolution des taxes environnementales

Durant la période 1995-2007, il s'est opéré une convergence pour ce qui est du produit des taxes environnementales exprimé en pourcentage du PIB entre les États membres de l'UE15, d'une part, et les États membres ayant adhéré à l'UE en 2004, d'autre part. En effet, la plupart de ces derniers ont augmenté leurs taxes environnementales, notamment en vue de satisfaire aux exigences européennes en matière d'accises minimales sur les produits énergétiques. En revanche, de nombreux États membres de l'UE15 ont accusé un recul du produit des taxes environnementales, surtout de celui des taxes sur l'énergie, ce qui a eu pour effet de pousser la moyenne européenne à la baisse. Le Danemark, les Pays-Bas et l'Autriche constituent des exceptions à ce mouvement, dans la mesure où, entre 1995 et 2007, ils ont enregistré une progression du produit des taxes environnementales en pourcentage du PIB. Alors que, aux Pays-Bas, cette hausse est presque exclusivement le résultat du produit plus élevé des taxes sur l'énergie, le Danemark est le seul pays qui a réussi à étendre sensiblement les taxes sur la pollution.

GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTION DES TAXES ENVIRONNEMENTALES

(pourcentages du PIB, 1995-2007)



Source : CE.

(1) Moyenne pondérée.

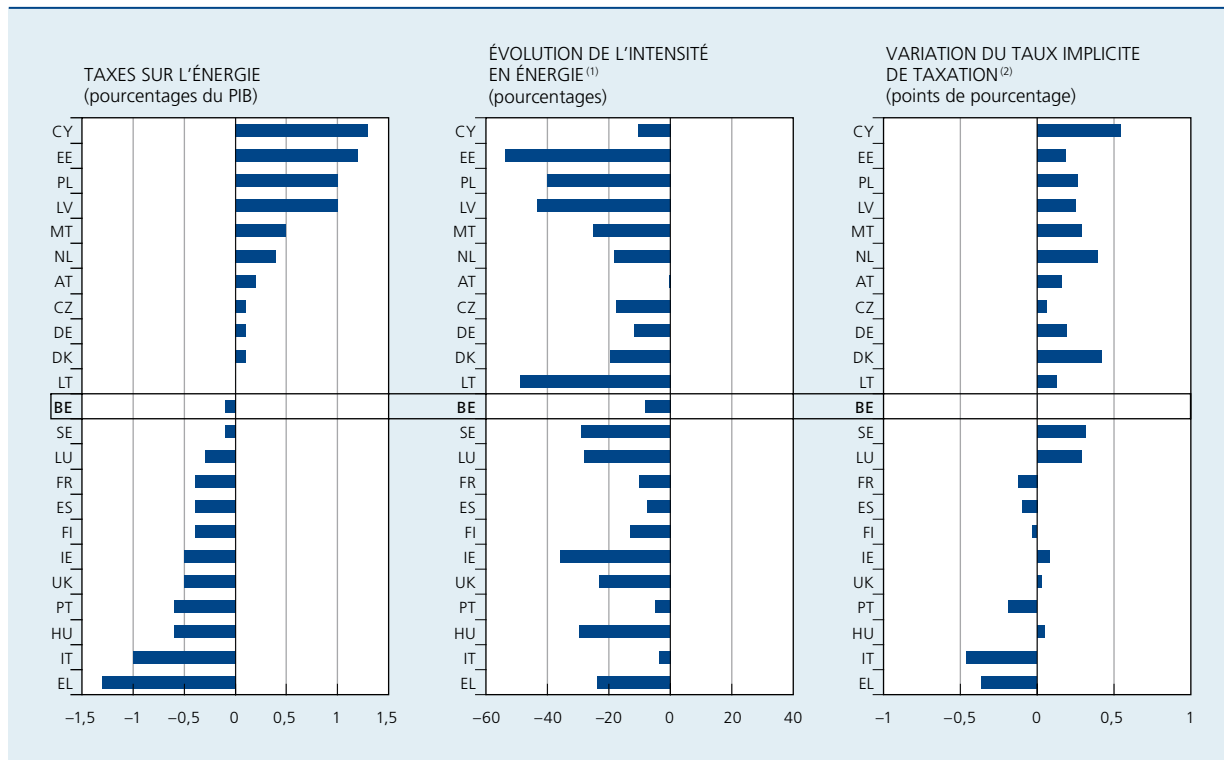
L'évolution du produit des taxes sur l'énergie en pourcentage du PIB est déterminée par celles de l'intensité en énergie de l'économie et du taux de taxation implicite sur les produits énergétiques. La baisse des taxes sur l'énergie dans l'UE considérée dans son ensemble serait principalement attribuable au recul de l'intensité énergétique de l'économie. Cette dernière a en effet diminué dans tous les pays sous revue entre 1995 et 2006. Ce sont surtout les États membres ayant adhéré à l'UE en 2004 qui ont enregistré une diminution spectaculaire de l'intensité en énergie, bien que le niveau de celle-ci y soit encore beaucoup plus élevé que dans l'UE15. Les taux implicites de la taxe sur l'énergie ont augmenté, au cours de la même période, dans la plupart des États membres de l'UE, à l'exception de la Finlande, de l'Espagne, de la France, du Portugal, de l'Italie et de la Grèce. S'agissant de la Belgique, le recul des taxes sur l'énergie en proportion du PIB s'explique par la baisse relativement limitée de l'intensité énergétique de l'économie, combinée à la stabilité du taux de taxation implicite sur l'énergie.

2.3 Réformes fiscales vertes

Dans les années 1990, les institutions internationales recommandaient de procéder à des réformes fiscales dites « vertes ». Le but poursuivi par ces réformes est de réduire la pression fiscale pesant sur le travail, grâce aux recettes additionnelles provenant des taxes environnementales, nouvelles ou non, lesquelles contribuent à améliorer le fonctionnement du marché dans la mesure où elles prennent en compte les effets externes. Les réformes fiscales vertes devaient donc permettre d'atteindre simultanément deux objectifs, à savoir une meilleure protection de l'environnement et un taux d'emploi plus élevé. C'est pourquoi on entend parfois dire que de telles réformes fiscales vertes permettent de réaliser un « double dividende ».

De l'évolution des recettes fiscales provenant des taxes environnementales et des prélèvements sur le travail, il ressort qu'un virage vers davantage de taxes environnementales et moins de prélèvements sur le travail ne s'est amorcé que dans un nombre limité de pays. Comme on l'a déjà mentionné, plusieurs États membres n'ont en effet enregistré aucune progression des taxes

GRAPHIQUE 7 ÉVOLUTION DES TAXES SUR L'ÉNERGIE
(1995-2006)



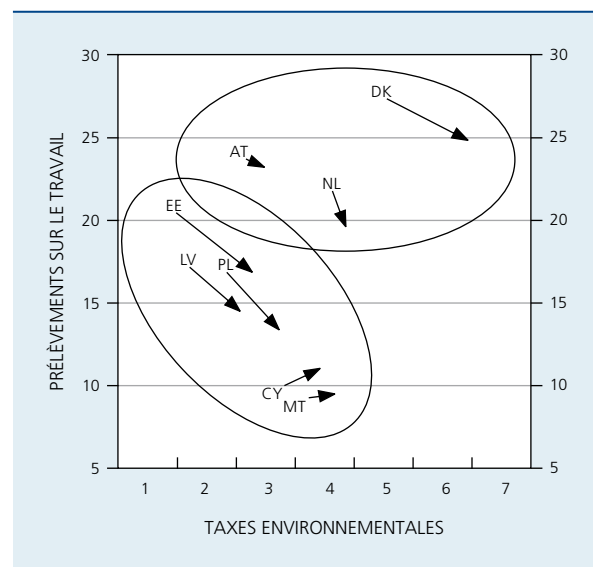
Source : CE.

- (1) L'intensité en énergie correspond à la consommation d'énergie mesurée en kg d'équivalents pétrole par millier d'euros du PIB exprimé en euros chaînés.
- (2) Le taux de taxation implicite est obtenu en divisant le produit des taxes sur l'énergie exprimé en pourcentage du PIB par l'intensité en énergie.

environnementales en pourcentage du PIB au cours de la période 1995-2007. Les pays qui ont affiché une telle augmentation peuvent être répartis en deux groupes. D'une part, les États membres ayant adhéré à l'UE en 2004 ont relevé les taux de leurs taxes environnementales afin de satisfaire aux minima européens en la matière. Dans les cas de l'Estonie, de la Lettonie et de la Pologne, les recettes additionnelles ainsi dégagées ont servi à alléger les prélèvements sur le travail. D'autre part, les États membres que sont le Danemark, les Pays-Bas et l'Autriche ont, à un moment donné, entrepris des réformes fiscales vertes⁽¹⁾. Les réformes menées dans ces pays montrent qu'il est possible, pour des États membres individuels de l'UE, de développer, dans une certaine mesure, une politique et une fiscalité environnementales propres.

L'exemple le plus parlant en matière de réformes fiscales vertes se trouve au Danemark. Dans ce pays, les prélèvements sur le travail ont reculé de 2,5 p.c. du PIB entre 1995

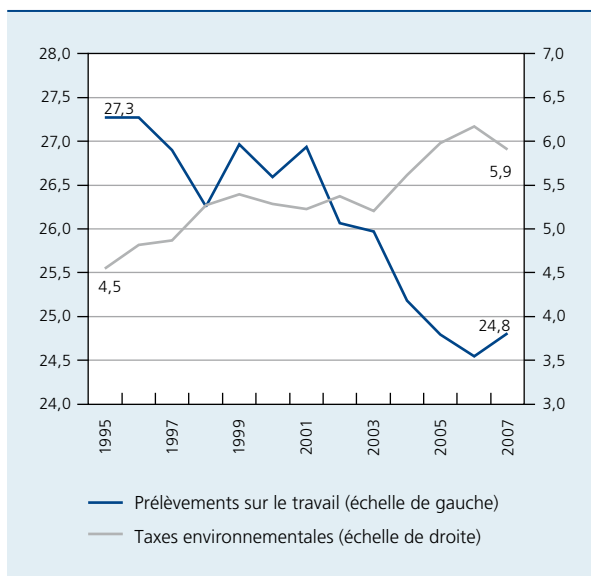
GRAPHIQUE 8 PAYS CARACTÉRISÉS PAR UNE HAUSSE DES RECETTES ENVIRONNEMENTALES
(pourcentages du PIB, variation 1995-2007)



Source : CE.

(1) Des réformes fiscales vertes ont également été menées dans d'autres États membres de l'UE, tels que l'Allemagne, la Finlande, la Suède et le Royaume-Uni. Dans ces pays, toutefois, les taxes environnementales exprimées en pourcentage du PIB ont reculé pendant la période 1995-2007.

GRAPHIQUE 9 PRÉLÈVEMENTS SUR LE TRAVAIL ET TAXES ENVIRONNEMENTALES AU DANEMARK
(pourcentages du PIB)



Source : CE.

et 2007. Cette diminution a été financée à hauteur de 1,4 p.c. du PIB par des taxes environnementales. Ces taxes sont de natures très diverses et ont inspiré les réformes menées dans d'autres pays, dont la Belgique. Parmi les principaux exemples, figurent une taxe générale sur les emballages, dont le taux dépend de l'indice environnemental des matériaux utilisés, et une taxe CO₂ généralisée sur les produits énergétiques, différenciée en fonction des émissions. Par ailleurs, des taxes très élevées s'appliquent à la possession et à l'utilisation d'un véhicule. Ainsi, la taxe de mise en circulation d'une voiture de grosse cylindrée à usage privé peut atteindre plus de 100 p.c. de son prix d'achat. Des taxes doivent en outre être acquittées annuellement en fonction du poids du véhicule. Une taxe de 5 à 10 euros était également appliquée sur les billets d'avion, mais elle a été supprimée en 2007.

3. Les taxes environnementales en Belgique

3.1 Aperçu des taxes environnementales en Belgique

Il existe en Belgique divers impôts qui s'apparentent à des taxes environnementales selon les définitions couramment utilisées au niveau international. Comme on peut s'y attendre, les accises sur les huiles minérales apportent la

majorité des recettes environnementales. En 2008, elles représentaient 54 p.c. de l'ensemble des recettes prélevées à ce titre. Par ailleurs, la taxe de circulation annuelle génère plus d'un cinquième de ces recettes. La taxe énergétique sur les huiles minérales, le gaz et l'électricité, la taxe de mise en circulation, ainsi que la taxe sur les emballages de boissons contribuent chacune à hauteur d'environ 5 p.c. à ces recettes, tandis que la cotisation fédérale sur l'électricité et le gaz y contribue à concurrence de 3 p.c.

Si, en Belgique, la politique environnementale relève, pour l'essentiel, des régions, la compétence en matière de fiscalité environnementale incombe aux différents niveaux de pouvoir. Les taxes sur l'énergie reviennent en grande partie au pouvoir fédéral et les taxes sur le transport, aux régions. À l'exception de la cotisation sur les emballages de boissons, les taxes sur la pollution tombent principalement dans l'escarcelle des régions.

En Belgique, on peut distinguer deux périodes au cours desquelles diverses mesures ont été adoptées en matière de taxes environnementales.

Dans une première vague, qui se situe entre 1993 et 1995, nombre de nouvelles taxes ont été levées. Auparavant, les recettes provenaient presque exclusivement des accises sur les huiles minérales et de la taxe de circulation annuelle. C'est au cours de cette période qu'ont été introduites la redevance de contrôle sur le mazout de chauffage, la taxe générale sur l'énergie, la taxe de mise en circulation, l'écotaxe sur les piles et les appareils photo jetables, ainsi que l'eurovignette pour les poids lourds.

La deuxième vague de mesures de fiscalité environnementale correspond à la période comprise entre 2003 et 2005. Des initiatives en la matière ont principalement été annoncées dans le cadre de l'accord du gouvernement fédéral de juillet 2003. Ainsi, le législateur a tenté de subordonner le coût du transport en voiture à l'utilisation du véhicule plutôt qu'à sa possession, en relevant les accises sur le diesel et sur l'essence, tout en supprimant progressivement la taxe d'immatriculation et la taxe compensatoire des accises sur les voitures roulant au diesel. Les accises sur le diesel et sur l'essence ont été majorées par l'application du système de cliquet, lequel permet d'augmenter les accises sur les carburants lorsque leurs prix diminuent. C'est également durant ces années qu'ont été mises en place la cotisation fédérale sur l'électricité et le gaz ainsi que la cotisation sur les emballages de boissons.

Même si, pendant la période 2003-2005, plusieurs mesures ont contribué à relever les taxes sur l'énergie et sur la pollution, les taxes environnementales affichent un mouvement structurellement orienté à la baisse depuis 2006,

TABLEAU 1 APERÇU DES TAXES ENVIRONNEMENTALES EN BELGIQUE

(millions d'euros, sauf mention contraire)

	1980	1990	2000	2008	En pourcentage du total des recettes environnementales perçues en 2008
Taxes sur l'énergie	1.109	2.017	3.614	4.297	63,3
Accises sur les huiles minérales	1.109	2.017	3.392	3.675	54,2
Taxe énergétique sur les huiles minérales, le gaz et l'électricité	0	0	193	330	4,9
Cotisation fédérale sur l'électricité et le gaz ⁽¹⁾ ...	0	0	0	203	3,0
Autres ⁽²⁾	0	0	29	89	1,3
Taxes sur le transport	396	768	1.622	1.974	29,1
Taxe de mise en circulation	0	0	209	358	5,3
Taxe de circulation	368	712	1.132	1.477	21,8
Eurovignette	0	0	82	121	1,8
Autres ⁽³⁾	28	56	199	18	0,2
Taxes sur la pollution	0	93	485	509	7,5
Cotisation sur les emballages de boissons	0	0	0	308	4,5
Taxes sur les déchets industriels	0	27	74	72	1,1
Taxe sur l'eau	0	66	378	108	1,6
Autres ⁽⁴⁾	0	0	33	21	0,3
Total	1.506	2.877	5.721	6.780	100,0
<i>p.m. En pourcentage du PIB</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>	<i>2,3</i>	<i>2,0</i>	

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris la taxe « Elia ».

(2) Redevance de contrôle sur le mazout de chauffage et cotisation sur les produits pétroliers destinés au chauffage.

(3) Taxe compensatoire des accises (supprimée en 2008) et taxe d'immatriculation.

(4) Écotaxes sur les piles (et les appareils photo jetables), taxes sur les engrais et les déchets ménagers, et taxes sur des produits spécifiques tels que les couverts jetables, les sacs jetables et les papiers aluminium.

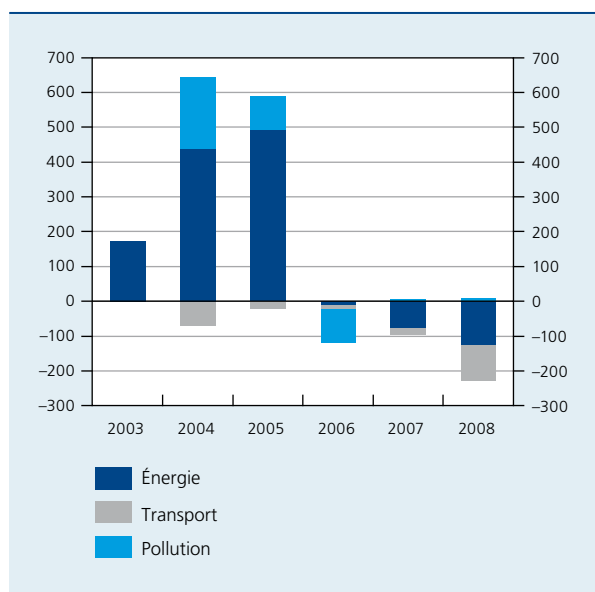
principalement en raison de l'application du système de cliquet inversé à l'essence et au diesel. En 2009, toutefois, le système de cliquet, qui permet d'augmenter les accises sur l'essence et sur le diesel, a été réactivé. Les taxes sur le transport ont été abaissées tout au long de la période 2003-2008, surtout par le biais de la suppression de la taxe compensatoire des accises sur les voitures roulant au diesel.

En Belgique, la politique en matière de fiscalité environnementale n'a pas toujours été univoque et a souvent été le résultat d'un processus de tâtonnement, parfois dénué de vision à long terme. Ce constat s'explique en partie par l'incertitude entourant l'incidence de ces taxes, d'une part, sur les franges les plus pauvres de la population et, d'autre part, sur l'éventuelle délocalisation de la consommation ou de la production. S'il est vrai que plusieurs mesures ont été décidées, elles n'ont toujours pas été

prises en œuvre ou ne l'ont été que partiellement. Tant l'écotaxe introduite en 1993 que la cotisation générale sur les emballages proposée dans le cadre de la confection du budget fédéral de 2007 se sont finalement réduites à des taxes sur un nombre limité de produits⁽¹⁾. En outre, la taxe sur les billets d'avion suggérée lors de l'élaboration du budget de 2009 a été supprimée avant même que celui-ci ne soit définitivement approuvé par le parlement. La cotisation sur les emballages de boissons introduite en 2004 et majorée de 5 cents d'euro en janvier 2005 en constitue un autre exemple. L'augmentation de cette taxe a engendré une délocalisation massive de la consommation vers les pays limitrophes, si bien qu'il a été décidé de la supprimer en juin de la même année. On peut aussi

(1) Au contraire, le Danemark et les Pays-Bas sont parvenus à introduire une cotisation générale sur les emballages différenciée en fonction des émissions de CO₂.

GRAPHIQUE 10 MESURES STRUCTURELLES ADOPTÉES EN MATIÈRE DE TAXES ENVIRONNEMENTALES EN BELGIQUE
(millions d'euros, variations par rapport à l'année précédente)



Source : BNB.

s'interroger sur l'octroi de plusieurs ristournes sur les factures d'électricité, de gaz et de mazout de chauffage alors que, parallèlement, les taxes sur ces mêmes produits ont été revues à la hausse. D'un point de vue économique, une augmentation directe du niveau des revenus des groupes cibles est, en tout état de cause, préférable à ces réductions spécifiques, car il s'agit de la seule manière de créer une incitation à réaliser des économies d'énergie.

Enfin, il convient de souligner que, ces dernières années, le gouvernement fédéral a apporté d'autres modifications au système fiscal, dans le but d'induire un changement de comportement qui permettrait d'atteindre des objectifs environnementaux. Ainsi, au niveau de l'impôt des sociétés, la déductibilité des frais liés aux véhicules de société est désormais subordonnée à leurs émissions de CO₂ et, au niveau de l'impôt des personnes physiques, des réductions d'impôts pour divers investissements économiseurs d'énergie ont été consenties. Ces modulations des réductions d'impôts ne sont pas prises en compte dans le calcul du total des recettes environnementales.

3.2 Accises sur les huiles minérales

Les accises sur les huiles minérales génèrent la majeure partie des recettes provenant des taxes environnementales. Elles varient fortement en fonction de la catégorie

de produits qu'elles touchent. Ainsi, dans l'UE, peu d'accises sont prélevées sur le kérosène en raison de clauses juridiques inscrites dans la plupart des accords bilatéraux en matière de transport aérien⁽¹⁾. Les accises sur le mazout de chauffage sont relativement limitées, surtout si on les compare à celles perçues sur les carburants, en particulier sur l'essence.

Accises sur l'essence

La Belgique, qui affichait à la fin de mars 2009 un taux d'accises de 599 euros par mille litres d'essence, figure parmi les pays où la pression fiscale sur l'essence est relativement forte. La moyenne de l'UE15 s'établissait au même moment à 545 euros par mille litres. Les pays voisins de la Belgique enregistrent toutefois des taux encore plus hauts : 606 euros par mille litres en France, 655 euros par mille litres en Allemagne et 701 euros par mille litres aux Pays-Bas. En revanche, le Luxembourg applique un taux nettement plus bas (462 euros par mille litres). Actuellement, les accises minimales sur l'essence en vigueur dans l'UE se montent à 359 euros par mille litres.

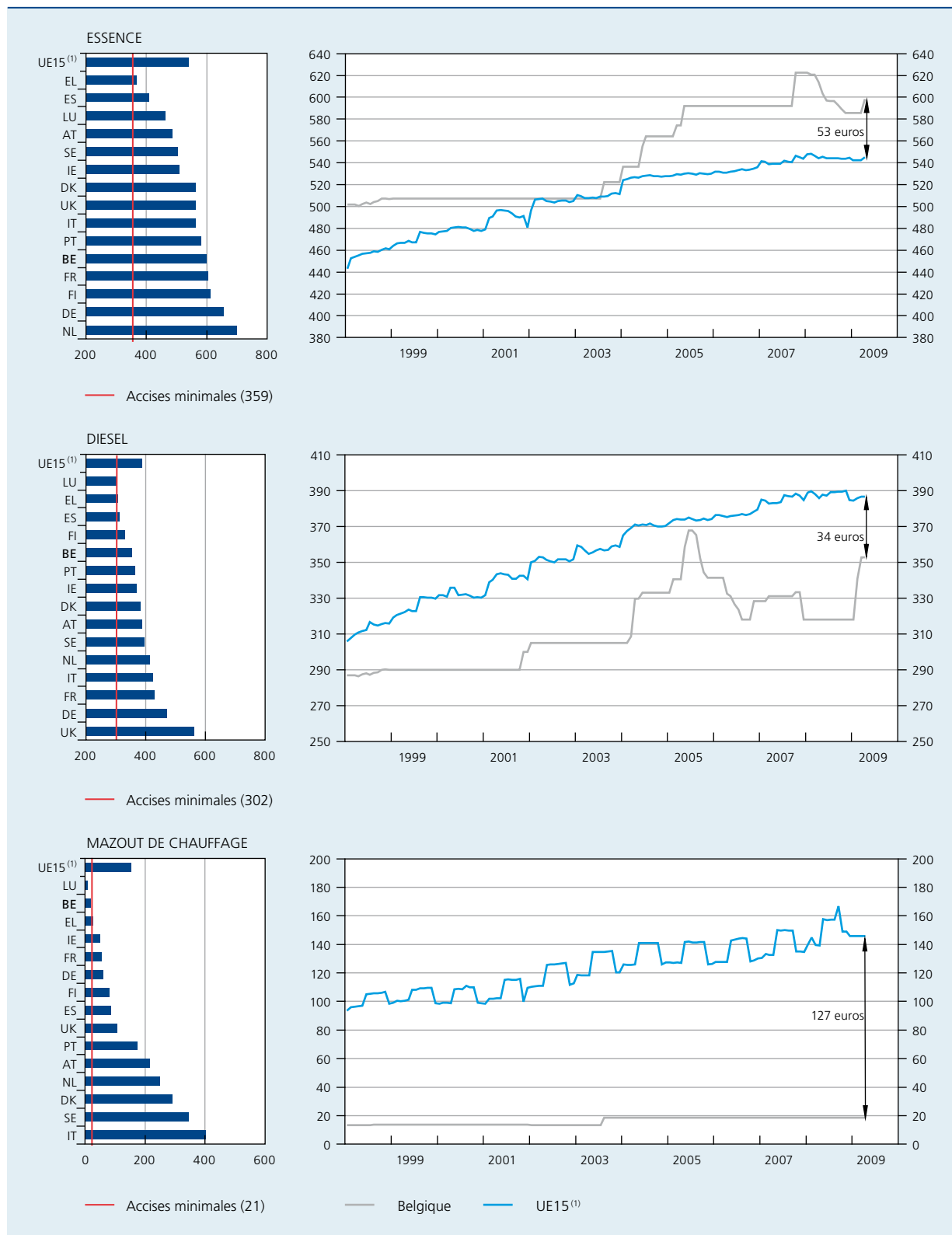
Si les accises sur l'essence sont demeurées relativement stables dans la seconde moitié des années 1990, l'accord du gouvernement fédéral conclu en juillet 2003 avait notamment pour objectif d'induire un glissement sensible, pour le transport, des coûts fixes vers les coûts variables. En août 2003, un système de cliquet a été instauré sur l'essence, lequel visait à relever les accises y afférentes d'un montant maximal de 14 euros par mille litres par an. En 2004 et en 2005, ce montant maximal a été porté à 28 euros par mille litres par an. Ainsi, entre août 2003 et mai 2005, les accises sur l'essence ont été majorées au total de 70 euros par mille litres.

À l'origine, l'objectif était d'activer le système de cliquet initial jusqu'en 2007, mais, en vue de freiner la flambée des prix de l'essence, le gouvernement fédéral a décidé de le désactiver dès mai 2005. Il a ensuite introduit un système de cliquet inversé afin de réduire les accises. En vertu de celui-ci, toute augmentation des recettes de TVA découlant d'une hausse du prix de l'essence était intégralement compensée par une réduction des droits d'accises lorsque le prix de ce carburant fixé dans le contrat-programme dépassait le seuil de 1,50 euro par litre. À la fin de 2007 et au début de 2008, les accises sur l'essence ont été abaissées par ce biais. Le système de cliquet a été réactivé en 2009 pour relever les accises sur l'essence à hauteur de 28 euros par mille litres par an. Il a produit ses premiers effets dans le courant du mois de mars.

(1) La CE tente néanmoins de faire entrer à l'avenir la quantité de CO₂ émise par les avions dans le champ d'application du système européen d'échange de droits d'émission (cf. chapitre 4) afin d'influencer le prix des billets d'avion.

GRAPHIQUE 11 ACCISES SUR LES HUILES MINÉRALES

(euros par mille litres)



Source: CE.
(1) Moyenne non pondérée.

Accises sur le diesel

En Belgique, les accises sur le diesel, qui s'élevaient à 353 euros par mille litres en mars 2009, sont inférieures à la moyenne de l'UE15 (387 euros par mille litres) et aux accises prélevées aux Pays-Bas (413 euros par mille litres), en France (428 euros par mille litres) et en Allemagne (470 euros par mille litres), trois pays qui se situent dans le peloton de tête de l'UE. Les accises minimales en vigueur dans l'UE se montent à 302 euros par mille litres. Ce taux est appliqué au Luxembourg. Au début de 2009, avant l'instauration du système de cliquet, il s'agissait également du taux que la Belgique appliquait au biodiesel (les accises sur le biodiesel sont inférieures de 15 euros par mille litres à celles prélevées sur le diesel ordinaire). Les accises minimales en vigueur dans l'UE augmenteront en 2010, pour atteindre 330 euros par mille litres. Une proposition de directive visant à porter le taux minimal à 380 euros par mille litres d'ici 2014 est à l'examen.

En 2004, un système de cliquet a aussi été instauré pour le diesel en Belgique, lequel fixait un montant maximal identique à celui pour l'essence, à savoir 28 euros par mille litres par an. En 2005, alors que ce montant était maintenu pour l'essence, il a été porté à 35 euros par mille litres par an pour le diesel. Ainsi, entre début 2004 et mai 2005, les accises sur le diesel ont été majorées au total de 63 euros par mille litres. Comme il l'a fait pour l'essence, le gouvernement fédéral a décidé de désactiver ce système en mai 2005. Il a ensuite introduit un système de cliquet inversé en vue d'alléger les accises dès que le prix du diesel dépassait le seuil de 1,10 euro par litre défini par le contrat-programme. Conformément à ce mécanisme, les accises sur le diesel ont été réduites, si bien qu'elles se sont rapprochées du taux d'accises minimal fixé par la CE⁽¹⁾. Le système de cliquet a été réactivé en 2009, en vue d'augmenter les accises sur le diesel d'un montant maximal de 35 euros par mille litres par an. Ce montant maximal a été atteint dès la fin de mars.

Accises sur le mazout de chauffage

En Belgique, les accises sur le mazout de chauffage s'élevaient à 18,49 euros par mille litres à la fin de mars 2009, si bien qu'elles comptent, avec celles du Luxembourg (10 euros par mille litres), parmi les plus faibles dans l'UE. Ces taux sont nettement inférieurs à la moyenne de l'UE15 (146 euros par mille litres) et à ceux pratiqués dans les autres pays limitrophes, à savoir la France (57 euros par mille litres), l'Allemagne (61 euros par mille litres) et les Pays-Bas (249 euros par mille litres). Les accises minimales sur le mazout de chauffage en vigueur dans l'UE se

montent à 21 euros par mille litres, mais la Belgique et le Luxembourg ont obtenu une dérogation leur permettant d'appliquer des taux moins élevés.

L'application de faibles droits d'accises sur le mazout de chauffage en Belgique est difficilement justifiable d'un point de vue environnemental, dans la mesure où il s'agit, en substance, d'un produit analogue au diesel. Un élément d'explication pourrait venir du fait que le mazout de chauffage est une composante importante des dépenses des ménages à revenus relativement faibles. En effet, des données issues des enquêtes sur le budget des ménages, il ressort que les ménages se trouvant dans le premier décile de revenus consacrent 3,3 p.c. de leurs revenus au mazout de chauffage, alors que ceux qui relèvent du dernier décile n'en dépensent que 0,6 p.c. D'une manière générale, les dépenses d'énergie pèsent plus lourdement sur les ménages issus du premier décile de revenus.

3.3 Perspectives d'évolution

Afin de réaliser efficacement les objectifs de réduction des gaz à effet de serre émis par les ménages et les autres secteurs, il faudra vraisemblablement recourir dans une mesure plus large à la fiscalité environnementale, dont les recettes pourraient dès lors s'accroître à l'avenir. Quoi qu'il en soit, la Belgique dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour dégager des recettes additionnelles à ce titre.

En Belgique, les accises sur le diesel sont relativement faibles, que ce soit en comparaison des taux pratiqués dans les autres États membres de l'UE ou par rapport aux accises sur l'essence, qui sont relativement lourdes. Cette spécificité se reflète également dans la structure de consommation puisque, de tous les pays de l'UE, c'est la Belgique qui présente le rapport le plus élevé entre la consommation de diesel et celle d'essence. La différence de traitement fiscal entre ces deux types de carburants ne peut cependant pas se justifier d'un point de vue environnemental. L'« Avant-projet de plan fédéral de développement durable 2009-2012 », qui a été préparé par la Commission interdépartementale pour le développement durable et sera présenté au gouvernement fédéral après consultation de la population, propose un alignement des accises sur l'essence et sur le diesel non professionnel à partir de 2015. Il suggère également de consacrer une partie des recettes ainsi dégagées à réduire la taxe de circulation et à alléger les prélèvements sur le travail.

En Belgique, le mazout de chauffage est très faiblement taxé en comparaison de la plupart des autres États membres de l'UE. De même, les taxes sur le gaz naturel à usage domestique sont inférieures en Belgique à la

(1) Les accises sur le biodiesel, qui sont inférieures de 15 euros par mille litres à celles prélevées sur le diesel ordinaire, ont atteint ce seuil à la fin de 2007. Aucun abaissement supplémentaire n'était donc possible pour ce type de carburant.

moyenne de l'UE15. Or, après le transport, la plus forte hausse des gaz à effet de serre émis depuis 1990 est due au chauffage des logements privés. En raison notamment de la faiblesse des accises sur le mazout de chauffage et sur le diesel, les concentrations de particules fines – une forme de pollution de l'air générée principalement par les voitures roulant au diesel, les activités industrielles et le chauffage des logements d'habitation – sont plus importantes en Belgique que dans le reste de l'Europe. Il serait dès lors souhaitable d'élaborer une vision à long terme en matière de consommation de combustibles de chauffage. Outre les subventions, les réductions d'impôts sur les investissements permettant d'économiser l'énergie et la réglementation en vigueur, l'application de taux de taxation plus élevés sur ces produits pourrait constituer une incitation à améliorer la performance énergétique des logements.

Par ailleurs, dans le contexte du Benelux, un projet de taxe kilométrique sur les poids lourds est actuellement en cours d'élaboration au niveau des régions. La possibilité d'appliquer une telle taxe aux voitures à usage privé est également à l'étude.

Enfin, l'échange de droits d'émission pourrait à l'avenir générer des recettes. Le fonctionnement de ce mécanisme est synthétisé au chapitre suivant.

4. Le protocole de Kyoto et l'échange de droits d'émission

4.1 Le protocole de Kyoto

Conclu en 1997, le protocole de Kyoto faisait suite à la convention sur le climat élaborée à l'initiative des Nations

Unies et adoptée en 1992. Les pays industrialisés se sont engagés à réduire, à l'horizon 2008-2012, leurs émissions de six gaz à effet de serre – le dioxyde de carbone, le méthane, l'oxyde nitreux, les hydrofluorocarbones, les hydrocarbures perfluorés et l'hexafluorure de soufre – d'au moins 5 p.c. par rapport au niveau de celles de 1990. Les États membres de l'UE se sont, quant à eux, engagés à diminuer leurs émissions de 8 p.c. dans le même laps de temps. Le 31 mai 2002, l'UE et ses États membres ont signé le protocole de Kyoto. Après sa ratification par la Russie en 2004, le protocole est entré en vigueur le 16 février 2005 et est devenu contraignant pour tous les pays signataires. Bien que responsables d'un tiers des émissions mondiales de gaz à effet de serre, les États-Unis n'ont pas ratifié le protocole. En décembre 2009, les efforts devraient converger en vue de sceller un nouvel accord, qui fixerait les objectifs de réduction des émissions pour la période allant au delà de 2012.

Il existe des écarts considérables entre régions en matière d'émissions de gaz à effet de serre. Avec près de 20 p.c. des émissions mondiales, la Chine est actuellement le plus important émetteur de gaz à effet de serre (mesurés en équivalents CO₂), même si ses émissions de CO₂ par habitant sont relativement faibles. Par contre, tout en représentant une part presque identique des émissions, les États-Unis émettent cinq fois plus que la Chine proportionnellement à leur population. L'UE15 produit un peu plus de 10 p.c. des gaz à effet de serre à l'échelle mondiale. Exprimées par habitant, les émissions européennes sont sensiblement inférieures à celles des États-Unis mais nettement supérieures à celles enregistrées dans d'autres régions.

De même, l'évolution des émissions par rapport à leur niveau de 1990 varie fortement d'une région à l'autre. Ainsi, en Chine et en Inde, qui ne sont pas parties prenantes au protocole de Kyoto, les émissions ont explosé.

TABLEAU 2 ÉMISSIONS DE GAZ À EFFET DE SERRE PAR RÉGION
(équivalents CO₂)

	Émissions totales en 2005 (mégatonnes)	Idem, en pourcentage du total	Tonnes de CO ₂ par habitant en 2005	Variation 1990-2005 (pourcentages)
Chine	7.219	19	5,5	+101,5
États-Unis	6.963	18	25,5	+16,5
UE15	4.121	11	10,7	+0,5
Inde	1.853	5	1,7	+68,0
Autres	17.611	47		+24,7
Monde	37.767	100	5,8	+25,7

Source: World Resources Institute.

Aux États-Unis, qui ont participé aux négociations du protocole mais ne l'ont pas ratifié, les émissions ont augmenté de 16,5 p.c. entre 1990 et 2005. Dans le même intervalle, l'UE15 est parvenue à stabiliser ses émissions. Ces constats font clairement apparaître qu'il est essentiel que davantage d'États s'engagent à limiter leurs émissions annuelles de gaz à effet de serre dans la période dite post-Kyoto.

Le protocole de Kyoto prévoit trois mécanismes de marché auxquels les pays peuvent recourir afin d'atteindre les objectifs environnementaux décrits ci-dessus. Tout d'abord, les pays ayant ratifié le protocole ont la possibilité de s'échanger des droits d'émission (échange international de droits d'émission). À travers ce mécanisme, les pays qui ne sont pas en mesure de réduire suffisamment leurs émissions peuvent acquérir des droits d'émission supplémentaires auprès de pays disposant de droits excédentaires. Le système international d'échange de droits d'émission est entré en vigueur en 2008. Il convient cependant de ne pas le confondre avec le système d'échange mis en place dès 2005 à l'échelle européenne pour les installations industrielles. Par ailleurs, les pays ont la possibilité d'investir dans des projets destinés à limiter les émissions dans d'autres pays industrialisés en échange de crédits d'émission supplémentaires (mise en œuvre conjointe). Enfin, les pays industrialisés peuvent financer des projets visant à réduire le volume des émissions dans les pays en voie de développement, un mécanisme qui peut également générer des crédits d'émission supplémentaires utilisables par les pays investisseurs (mécanisme de développement propre).

Comme on l'a souligné ci-dessus, les États membres de l'UE se sont engagés à diminuer leurs émissions de gaz à effet de serre de 8 p.c. par rapport au niveau de celles de 1990. Cet objectif global que s'était alors assigné l'UE15 a été réparti entre les États membres. Ainsi, pour la Belgique, l'objectif a été fixé à 7,5 p.c., soit légèrement moins que l'objectif global. Les pays ayant récemment adhéré à l'UE ne sont pas soumis à cet objectif communautaire mais sont tenus de respecter les objectifs spécifiques qu'ils se sont donnés en la matière, à l'exception de Chypre et de Malte, qui n'en ont fixé aucun.

Dans la mesure où, en Belgique, l'attribution des droits d'émission relève de la compétence des régions, l'objectif national de réduction des gaz à effet de serre a dû être partagé entre celles-ci. Dans le cadre de l'accord de coopération, conclu au sein du Comité de concertation le 8 mars 2004, sur la répartition des charges des efforts Kyoto entre les régions et l'État fédéral, il a été convenu que la Région wallonne diminuerait ses émissions de 7,5 p.c. et la Région flamande de 5,2 p.c. La Région de

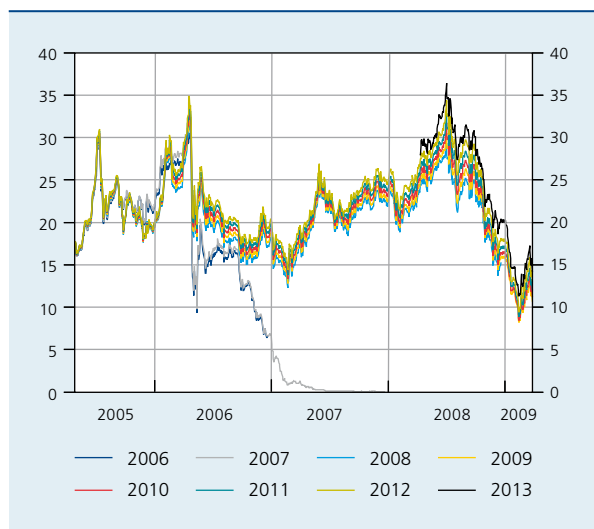
Bruxelles-Capitale pourrait, quant à elle, augmenter ses émissions de 3,475 p.c. par rapport à l'année de référence. Vu que cette répartition ne devrait pas permettre d'atteindre l'objectif global d'une réduction des émissions de gaz à effet de serre de 7,5 p.c., l'État fédéral devrait acquérir des droits d'émission supplémentaires conformément aux mécanismes autorisés par le protocole de Kyoto, et ce à hauteur de 2,46 millions de tonnes par an selon les estimations initiales.

Au début des années 1990, les émissions de gaz à effet de serre ont progressé en Belgique. Elles ont atteint un maximum en 1996. Cette année-là, l'hiver a été particulièrement rude et la consommation de chauffage s'est donc très fortement accrue, ce qui a poussé les émissions de gaz à effet de serre à la hausse. Ensuite, les émissions sont demeurées à un niveau comparable à celui de 1990, avant de s'inscrire nettement en baisse à partir de 2004. Cette tendance s'explique par l'effet conjugué de mesures visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre, du renchérissement de l'énergie, du ralentissement économique et, surtout, de la douceur des hivers de 2005 et de 2006, qui a permis de freiner considérablement la consommation d'énergie pour le chauffage. En 2006, la Belgique a émis 137 millions de tonnes d'équivalents CO₂. Il s'agit d'un recul de 5,2 p.c. par rapport au niveau de 1990, qui s'élevait à 144,5 millions de tonnes de CO₂. Si l'on se fonde sur les prévisions à moyen terme les plus récentes établies par le Bureau fédéral du plan, la Belgique atteindrait ses objectifs de Kyoto sans devoir acquérir de droits d'émission supplémentaires, en raison notamment de la récession économique.

4.2 Le système européen d'échange de droits d'émission

La directive européenne 2003/87/CE a mis en place dans l'UE un système d'échange de droits d'émission pour les entreprises, qui est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2005. Celui-ci concerne plus de 10.000 installations (centrales électriques, installations de combustion, raffineries de pétrole, cokeries, usines à fer, usines sidérurgiques et usines produisant du ciment, du verre, des briques, des produits céramiques, de la pâte à papier et du papier), responsables conjointement de plus de 40 p.c. des émissions de CO₂ en Europe. Ce sont les pays eux-mêmes qui attribuent la totalité des droits d'émission de CO₂ à leurs entreprises au moyen de plans nationaux d'allocation⁽¹⁾. L'objectif poursuivi était de limiter les émissions de CO₂ des secteurs de l'énergie et de l'industrie et, ce faisant, de

(1) Seul l'échange de droits d'émission de CO₂ est envisagé, alors que le protocole de Kyoto porte sur six gaz à effet de serre. Les autres gaz sont pris en compte après une conversion en équivalents CO₂.

GRAPHIQUE 12 ÉVOLUTION DU PRIX DES DROITS D'ÉMISSION SELON L'ÉCHÉANCE(euros par tonne de CO₂)

Source : European Climate Exchange.

créer une pénurie, qui favoriserait la création d'un marché d'échange de droits d'émission.

La mise en place du système européen d'échange de droits d'émission entraînera des hausses du prix de plusieurs produits, mais il s'agit là en principe des hausses minimales nécessaires pour atteindre les objectifs environnementaux. Les entreprises peuvent en effet choisir soit de diminuer leurs émissions, soit d'acquérir des droits d'émission supplémentaires sur le marché. Celles qui sont en mesure de réduire leurs émissions pour un coût inférieur au prix des droits d'émission sur le marché opteront pour la première solution. En revanche, celles qui doivent faire face à des coûts importants pour y parvenir choisiront d'acquérir des droits d'émission sur le marché auprès des premières. Jusqu'en 2013, l'attribution de droits d'émission sera en grande partie gratuite⁽¹⁾. Au terme de chaque année, les entreprises doivent restituer à l'État un nombre de droits égal à leurs émissions. Si elles ne remettent pas un nombre de droits suffisant pour couvrir leurs émissions, elles sont tenues de payer une amende sur les émissions excédentaires et de restituer un nombre de droits égal à ces émissions excédentaires l'année suivante. Afin de permettre la créa-

tion de nouvelles installations, les États réservent un stock de droits d'émission.

Entre 2005 et 2007, lorsque le marché s'est développé, le prix des droits d'émission a affiché une volatilité très marquée, avec un pic d'environ 35 euros par tonne de CO₂. Jusqu'en 2007, ces droits ne pouvaient pas être reportés sur les périodes suivantes, si bien que l'attribution excessive de droits d'émission au cours de cette année-là a engendré une chute de leur prix à mesure que se rapprochait l'échéance. Par la suite, la volatilité a diminué, en dépit d'une tendance haussière perceptible. En raison du renchérissement de l'énergie, il est devenu plus intéressant d'utiliser davantage de charbon pour la production d'électricité, alors que ce combustible s'accompagne d'émissions de CO₂ plus fortes, ce qui a eu pour effet de doper la demande de droits d'émission. Dans la foulée de la crise économique et financière et du recul des prix de l'énergie, le prix des droits d'émission s'est réduit de plus de moitié.

Le système européen d'échange de droits d'émission constitue, au sein de l'UE, le meilleur moyen pour l'industrie et le secteur des services aux collectivités d'atteindre les objectifs de Kyoto. De plus, les États membres doivent également adopter des mesures en vue de limiter les émissions produites par le transport, les ménages et le secteur agricole.

Le protocole de Kyoto et les objectifs qu'il assigne à l'horizon 2008-2012 ne sont qu'une première étape dans la lutte contre les changements climatiques. Lors du Conseil européen de mars 2007, l'UE s'est unanimement engagée à diminuer ses émissions de gaz à effet de serre de 20 p.c., voire de 30 p.c. en cas de conclusion d'un nouvel accord à l'échelle internationale, d'ici 2020. En poursuivant de tels objectifs en matière de réduction des gaz à effet de serre, on ambitionne de contenir la hausse de la température terrestre à moins de 2 degrés Celsius au cours de ce siècle. À cet égard, le sommet de Copenhague, qui se tiendra en décembre 2009, devrait permettre de sceller un nouvel accord international sur le climat.

Afin de parvenir à cette réduction supplémentaire des émissions de gaz à effet de serre, les règles du système européen d'échange de droits d'émission seront quelque peu modifiées entre 2013 et 2020. Ainsi, l'industrie du transport aérien et le secteur de la navigation internationale devraient être intégrés dans le système d'échange. En revanche, les petites installations devraient en être exclues afin de limiter les frais administratifs, pour autant que les pays appliquent des prélèvements équivalents à ces installations. De plus, une part toujours croissante des droits d'émission seront mis aux enchères, celles-ci devant

(1) Les États membres sont tenus d'allouer gratuitement 95 p.c. des droits d'émission. Au Royaume-Uni, en Autriche et en Allemagne, une infime partie des droits d'émission ont déjà fait l'objet d'une mise aux enchères. Les Pays-Bas mettront pour la première fois aux enchères une partie des droits d'émission alloués d'ordinaire aux producteurs d'énergie au cours de la seconde moitié de 2009.

couvrir tous les droits d'ici 2027. S'agissant du secteur de l'électricité, l'ensemble des droits d'émission seraient déjà attribués par mise aux enchères dès 2013. Les secteurs exposés à un risque de fuites de carbone – ce qui signifie qu'une réduction des émissions en Europe entraînerait une augmentation des émissions dans les pays qui ne sont pas parties prenantes au protocole de Kyoto – devraient, dans un premier temps, encore largement bénéficier de droits d'émission gratuits.

Selon les estimations de la Commission européenne, le produit de la mise aux enchères des droits d'émission pourrait atteindre 50 milliards d'euros par an d'ici 2020. Il serait alloué aux différents États membres selon une clé de répartition fixe. D'une part, 88 p.c. de ce montant seraient partagés entre les États membres en fonction de leurs parts respectives dans les émissions enregistrées en 2005 ou dans les émissions moyennes calculées sur la période 2005-2007. D'autre part, 10 p.c. seraient attribués aux États membres ayant le PIB par habitant le plus faible et 2 p.c. aux États membres dont les émissions étaient déjà, en 2005, 20 p.c. en deçà de celles de 1990. Si l'on se base sur les droits d'émission alloués aux installations belges en 2005, la Belgique pourrait prétendre à environ 2 à 2,5 p.c. du produit total issu de la mise aux enchères.

Conclusion

Les défis environnementaux qui se poseront au cours des prochaines décennies ne doivent pas être sous-estimés. Le réchauffement de la planète induit par les émissions de gaz à effet de serre constitue sans aucun doute l'un des problèmes majeurs de ce siècle, auquel il convient d'apporter de toute urgence une réponse appropriée. Même si cette réponse devra nécessairement comporter de multiples facettes, il est évident que les gouvernements ont un rôle-clé à jouer à ce niveau.

Pour relever ces défis, les gouvernements disposent de différents instruments. La sélection d'un instrument plutôt que d'un autre doit se faire en confrontant les avantages et inconvénients inhérents à chacun d'eux en fonction du type de pollution. Dans un certain nombre de cas, les instruments de marché, tels que les taxes environnementales ou les droits d'émission négociables, sont tout à fait indiqués car ils représentent le moyen le moins coûteux d'atteindre la réduction de pollution souhaitée.

Après l'augmentation, au début des années 1990, du produit des taxes environnementales exprimé en pourcentage du PIB, tant en Belgique que dans l'ensemble de l'UE, aucune autre progression du produit de ces

taxes n'a pu être observée au cours de la décennie écoulée; il serait même plutôt question d'un mouvement baissier. Pourtant, il a été fait usage d'une gamme, qui s'est progressivement étendue, de taxes environnementales sur une variété considérable de produits. La tendance à la baisse est principalement due au fait que l'intensité énergétique du PIB a diminué et que les nouvelles taxes et hausses des taux des taxes environnementales existantes ont conduit à des changements de comportement et à un recul ou à un ralentissement de la consommation des produits concernés.

Il existe en Belgique de réelles possibilités de relever les recettes tirées de la fiscalité environnementale. Une part importante de ces nouvelles recettes peut être mise en relation avec les engagements pris en matière de réduction des émissions de CO₂ et d'autres gaz à effet de serre. D'une part, la vente aux enchères d'une proportion toujours plus grande de droits d'émission pourra générer des recettes pour les administrations publiques. D'autre part, afin de réduire efficacement les émissions de gaz à effet de serre produites par les ménages, il sera certainement fait usage, de manière croissante, de taxes environnementales. À cet égard, la distorsion fiscale existant entre les accises sur le diesel et celles sur l'essence peut être réduite. Ensuite, il conviendra de définir une vision à long terme en ce qui concerne l'efficacité énergétique et le chauffage des habitations. En outre, étant donné l'impasse budgétaire – due à la crise financière et économique et aux conséquences attendues du vieillissement de la population – et le principe du « pollueur-payeur », il est recommandé de recourir davantage à des taxes additionnelles sur les principales sources d'énergie et à une réglementation sous la forme de normes de performance énergétique, plutôt qu'à de nouvelles réductions d'impôts.

La Belgique étant un petit pays, la délocalisation de la production ou de la consommation peut constituer un obstacle majeur à la conduite de la politique environnementale. Il est dès lors essentiel que les initiatives soient, autant que possible, coordonnées sur le plan international. De plus, le fait que les taxes sur l'énergie soient, dans une large mesure, supportées par les ménages les moins favorisés peut compliquer leur introduction ou leur relèvement. Il est toutefois possible de prévoir des mesures compensatoires pour ces ménages, tout en préservant le signal de prix. Si ces obstacles sont surmontés, la fiscalité environnementale et la mise aux enchères de droits d'émission peuvent devenir des instruments de premier plan que le gouvernement pourra employer afin de relever les défis environnementaux.

Bibliographie

Bassilière D., F. Bossier, I. Bracke, I. Lebrun, L. Masure et P. Stockman (2005), *Variantes de réduction des cotisations sociales et de modalités de financement alternatif*, Bureau fédéral du plan, Planning paper 97.

Bureau fédéral du plan (2009), *Perspectives économiques 2009-2014*.

CE (2007), *Livre vert sur les instruments fondés sur le marché en faveur de l'environnement et des objectifs politiques connexes*, COM (2007) 140.

CE (2007), *Droits d'accises sur le gazole: la Commission européenne propose de lutter contre le « tourisme à la pompe » et contre les dommages environnementaux*, IP/07/316.

Commission interdépartementale pour le développement durable (2009), *Avant-projet de plan fédéral de développement durable 2009-2012*.

EC (2009), *Taxation trends in the European Union: Data for the EU Member States and Norway*.

European Environment Agency (2006), *Using the market for cost-effective environmental policy*, EEA Report, 1.

European Environment Agency (2009), *EEA Signals 2009 – Key environmental issues facing Europe*.

Fullerton D., A. Leicester et S. Smith (2008), *Environmental taxes*, NBER Working Paper Series, 14197.

Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (2007), *Bilan 2007 des changements climatiques: conséquences, adaptation et vulnérabilité*.

OECD (2006), *The political economy of environmentally related taxes*.

Stern N. (2007), *The economics of climate change: the Stern Review*, Cambridge University Press.

Le marché belge des crédits hypothécaires dans une perspective européenne

Marie-Denise Zachary

Introduction

Les crédits liés à la construction, l'acquisition et la rénovation d'un bien immobilier constituent le principal engagement financier des ménages et représentent une part importante des crédits octroyés par les banques. À ce titre, ils sont d'une importance cruciale pour l'Eurosystème et ont des implications sur les canaux de transmission par lesquels la politique monétaire affecte les conditions de financement et, par ce biais, l'activité et les prix. Ils peuvent aussi être à la source d'importantes turbulences financières: aux États-Unis, bien entendu, mais aussi dans certains pays européens, le portefeuille de crédits hypothécaires détenus par les banques a subi de forts contrecoups à la suite de l'effondrement des prix immobiliers.

Cet article a pour objet de passer en revue les évolutions structurelles majeures du marché du crédit hypothécaire en Belgique au cours des dernières années, en les comparant à celles des pays de la zone euro. On se basera, pour ce faire, sur les principaux résultats du dernier rapport structurel de l'Eurosystème (*Structural issues report – SIR*) intitulé «*Housing finance in the euro area*», auquel ont participé les banques centrales nationales de la zone euro et qui a été publié en mars 2009.

La première partie décrira l'évolution de l'octroi de crédits hypothécaires au cours des dix dernières années, ainsi que leurs caractéristiques. La situation en Belgique sera comparée avec celle des autres pays de la zone euro: seront, entre autres, abordées l'évolution de l'endettement des ménages et les caractéristiques principales des crédits

hypothécaires (taux d'intérêt, maturité, flexibilité des contrats et marges des banques).

La deuxième partie cernerá l'évolution du marché du crédit hypothécaire du point de vue des prêteurs, en s'attachant à décrire les changements intervenus dans les modes de financement des banques au cours des dernières années. Cette analyse mettra en évidence les effets de la déréglementation et de l'introduction des produits structurés, ainsi que les implications que ces facteurs ont eues sur l'offre de crédit.

L'analyse s'attachera à décrire et à expliquer dans la mesure du possible les changements d'ordre structurel qui se sont manifestés dans le champ du marché du crédit hypothécaire en Europe en général et en Belgique en particulier. L'accent sera dès lors mis sur les évolutions au cours des années 1999 à 2007, et pas sur les différences de niveaux. Cette période correspond à celle sur laquelle porte le rapport SIR rédigé au cours de l'année 2008. On ne peut cependant faire abstraction de la période la plus récente et des conséquences que la crise financière, toujours en cours, a eues, également dans ce domaine. Dans la mesure où ces effets se sont déjà manifestés, ils seront esquissés en fin d'article, avec toutes les précautions qui s'imposent.

Les données proviennent de plusieurs sources. Les chiffres relatifs à la Belgique proviennent des statistiques des comptes financiers et de l'Union professionnelle du crédit qui diffuse des informations sur les volumes de crédit hypothécaire en les ventilant notamment par type de taux. Les données du schéma A (états comptables

mensuels) des établissements de crédit, ont également été consultées, concernant les volumes de titrisation.

Pour la comparaison avec la zone euro, les données proviennent essentiellement du rapport SIR mentionné ci-avant. Les informations qui y figurent ont été collectées grâce à la collaboration entre les banques centrales nationales et la BCE. En outre, certaines données sont tirées des réponses fournies à un questionnaire spécifique adressé aux banques commerciales, portant sur les caractéristiques des crédits hypothécaires octroyés durant l'année 2007 et sur la façon dont ils ont été financés.

Les chiffres relatifs aux produits structurés (titrisation et obligations collatéralisées) ont été tirés du rapport SIR, ainsi que d'un rapport de l'Eurosystème paru en 2008, « *Covered bonds in the EU financial system* ».

Enfin, les résultats des enquêtes qualitatives réalisées au sein de l'Eurosystème et portant sur les évolutions de l'offre, de la demande et des conditions de crédit (*Bank lending survey*), ont aussi été consultées pour étayer l'analyse.

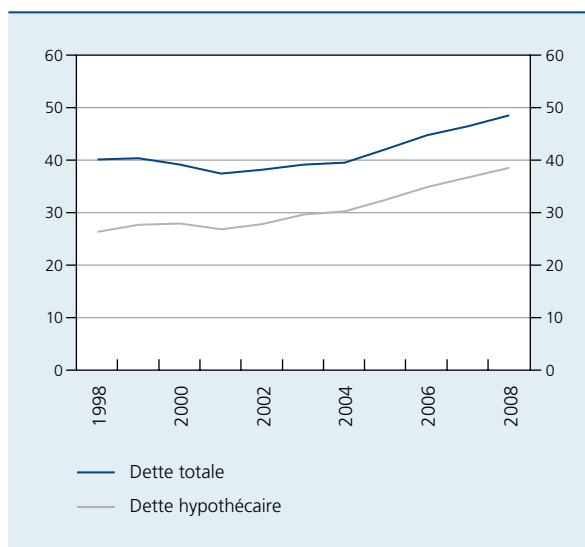
1. Évolution et caractéristiques de l'octroi de crédits hypothécaires

1.1 Évolution de l'endettement des ménages au cours des dix dernières années : comparaison entre la Belgique et l'ensemble de la zone euro

Au cours des dix dernières années, l'endettement des ménages belges a progressé par rapport au PIB. Deux phases peuvent être distinguées au cours de cette décennie. De 1998 à 2001, l'évolution de l'endettement montre une certaine stabilisation, voire une légère diminution, tandis que de 2001 à 2008, la dette totale des ménages a connu un profil ascendant sans discontinuer. Ainsi, alors que la dette totale représentait quelque 38 p.c. du PIB à la fin de 2001, elle a atteint fin 2008 le chiffre de 48,6 p.c. du PIB.

Les crédits hypothécaires représentent une large proportion de la dette des ménages. À la fin de 2008, ils comptaient en effet pour près de 80 p.c. de l'encours des crédits aux ménages, contre 65,7 p.c. à la fin de 1998. Par comparaison au PIB, leur évolution au cours de la décennie 1998 à 2008 a suivi un profil similaire à la dette totale : une période de stabilité relative entre 1998 et 2001, suivie d'une augmentation constante entre 2001 et 2008. À la fin de la période, les crédits hypothécaires accordés aux ménages belges se chiffraient à 133

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES BELGES AU COURS DES DIX DERNIÈRES ANNÉES (pourcentages du PIB)



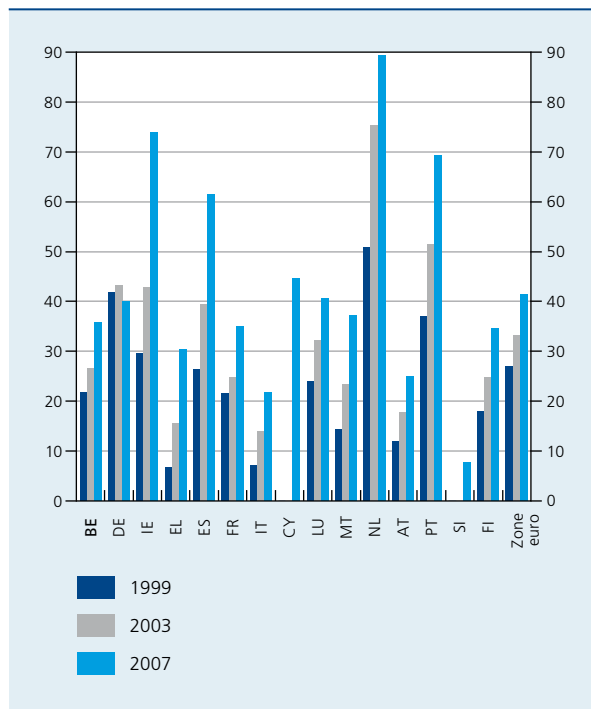
Source : BNB (Comptes financiers).

milliards d'euros, soit l'équivalent de 38,6 p.c. du PIB, contre 26,4 p.c. en 1998.

L'encours de l'endettement hypothécaire belge est d'une ampleur comparable à celle constatée dans la zone euro. Dans la plupart des pays, l'endettement des ménages, relatif à la construction, l'acquisition et la rénovation d'un logement, a augmenté, en pourcentage du PIB, au cours des dernières années. L'encours des crédits hypothécaires octroyés par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro atteignait 42 p.c. du PIB à la fin de 2007, contre 27 p.c. à la fin de 1999. Mis à part en Allemagne, les ménages des différents États membres de la zone euro ont vu s'accroître leur dette hypothécaire entre les deux années de référence. Le niveau est cependant très hétérogène selon les pays.

L'endettement contracté par les ménages, en vue de l'acquisition, de la construction et de la rénovation d'un bien d'habitation, a progressé particulièrement rapidement dans certains pays de la zone euro entre 2003 et 2007 : il s'agit principalement de l'Espagne et de l'Irlande, et dans une moindre mesure du Portugal et des Pays-Bas. Au cours de ces années, en Espagne, la croissance était basée sur le dynamisme du marché immobilier, ce qui est allé de pair avec une flambée des prix de l'immobilier et une augmentation de la demande de crédits hypothécaires. L'Irlande a, quant à elle, connu pendant plusieurs années l'une des plus fortes croissances de la zone euro, celle-ci soutenant à son tour les salaires et les prix de l'immobilier,

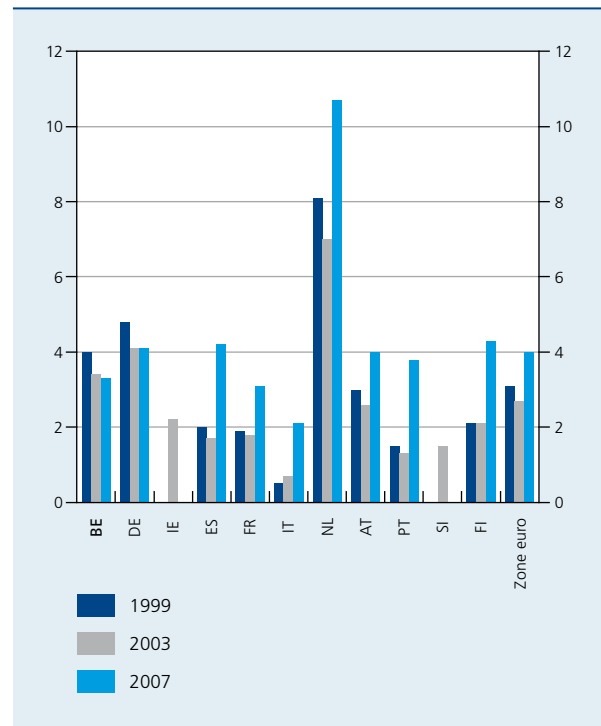
GRAPHIQUE 2 ENDETTEMENT IMMOBILIER DES MÉNAGES DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Les données reflètent les encours des crédits octroyés par des IFM pour la construction, l'acquisition et la rénovation d'un bien immobilier, y compris les crédits titrisés.

GRAPHIQUE 3 CHARGES D'INTÉRÊTS DES MÉNAGES ⁽¹⁾
(pourcentages du revenu disponible brut)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Aucune donnée n'est disponible pour Chypre, la Grèce, le Luxembourg et Malte. Seules les données de 2003 sont disponibles pour l'Irlande et la Slovaquie.

ce qui a orienté à la hausse la demande de crédits hypothécaires.

Parallèlement et malgré la hausse du niveau d'endettement, le faible niveau des taux d'intérêt a permis de contenir la croissance des charges d'intérêts pour les ménages. Celles-ci, exprimées en pourcentage du revenu disponible, ont, en moyenne dans la zone euro, diminué dans un premier temps entre 1999 et 2003, avant d'augmenter entre 2005 et 2007, bien que dans une moindre mesure que l'accroissement constaté pour l'endettement. En Belgique, les charges d'intérêts ont diminué sur l'ensemble de la période. Tandis qu'elles étaient supérieures à la moyenne de la zone euro en 1999, elles s'affichaient inférieures à cette moyenne en 2007.

Les charges d'intérêts ont particulièrement augmenté en Espagne, au Portugal, en Finlande et aux Pays-Bas; dans ce dernier pays, leur niveau est notamment dû à la forte proportion de ménages contractant un crédit immobilier.

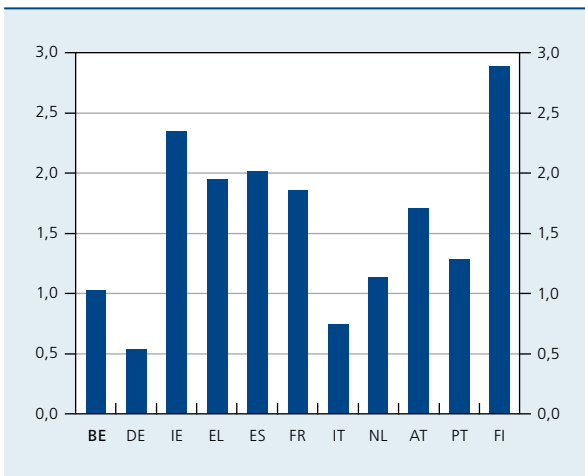
Plusieurs facteurs communs expliquent le fort accroissement des crédits hypothécaires dans les pays de la zone euro. Parmi ces facteurs, on peut citer le bas niveau des

taux d'intérêt au cours de la période considérée, la croissance de la population, la croissance des revenus disponibles, l'augmentation des prix de l'immobilier, ainsi que les effets de la déréglementation et de la libéralisation des services financiers, qui ont permis l'élargissement à la fois des pourvoyeurs de crédit et de la gamme des produits offerts.

Premièrement, l'augmentation notable du revenu disponible, entre 1999 et 2007, dans tous les pays de la zone euro, a accru les possibilités d'endettement des ménages. L'accroissement moyen s'est chiffré entre 0,54 et 2,89 p.c. par an selon les États membres.

Deuxièmement, d'une manière générale, des taux d'intérêt faibles ont prévalu au cours de la période étudiée, ainsi qu'en témoignent l'évolution de l'Euribor à trois mois, souvent pris comme référence pour les taux à court terme, et de l'obligation souveraine à dix ans, prise comme référence pour les taux à long terme. Notons que les taux d'intérêt des crédits immobiliers sont influencés par les taux de référence avec un décalage dans le temps plus court s'ils sont variables que s'ils sont fixes.

GRAPHIQUE 4 TAUX DE CROISSANCE ANNUEL MOYEN DU REVENU DISPONIBLE PAR HABITANT ENTRE 1999 ET 2007 DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾

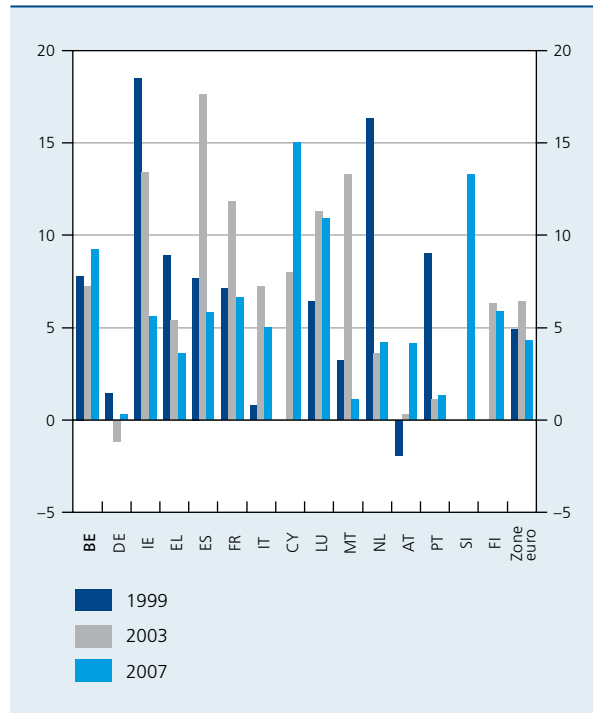


Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Aucune donnée n'est disponible pour Chypre, le Luxembourg, Malte et la Slovaquie.

Troisièmement, l'augmentation du prix des habitations constitue un autre facteur ayant contribué à augmenter la dette immobilière des ménages. Dans la zone euro prise dans son ensemble, le prix des habitations a augmenté de 6,1 p.c. en moyenne durant la période considérée. Le prix de l'immobilier et les crédits qui y sont liés sont généralement corrélés. Au cours de ces dernières années, la croissance de ces deux facteurs a été particulièrement importante en Irlande et en Espagne,

GRAPHIQUE 6 TAUX DE CROISSANCE DES PRIX DE L'IMMOBILIER EN 1999, 2003 ET 2007 ⁽¹⁾



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Dans le cas du Luxembourg, la dernière donnée est celle de l'année 2006.

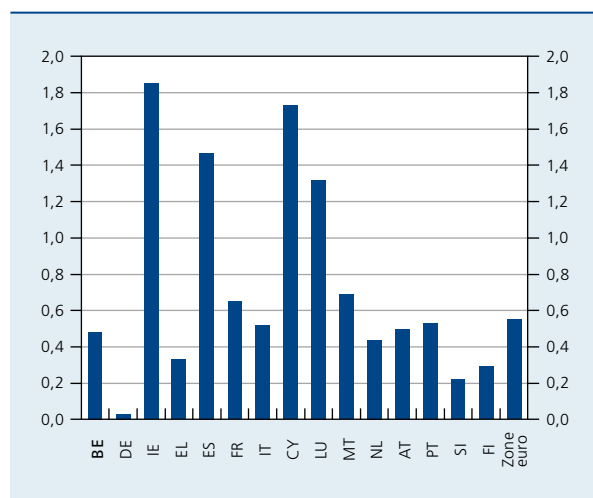
bien qu'il soit malaisé de déterminer le sens de la causalité. Il semble plutôt plausible de supposer un renforcement mutuel des deux éléments. Le prix des maisons

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTION DES TAUX À COURT ET À LONG TERME ENTRE 1994 ET 2009



Source : BCE.

GRAPHIQUE 7 TAUX DE CROISSANCE ANNUEL MOYEN DE LA POPULATION ENTRE 1999 ET 2007 ⁽¹⁾



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Pour la Grèce, le taux de croissance moyen se réfère à la période 2001-2007.

est, quant à lui, la résultante de divers facteurs, dont le revenu des ménages et les taux d'intérêt.

Dans certains pays, des facteurs démographiques peuvent également avoir contribué à augmenter la demande de crédits immobiliers, soit de manière directe, en multipliant le nombre de contrats conclus, soit de manière indirecte, en stimulant le marché de la location. Dans la zone euro, la population s'est accrue de 0,5 p.c. environ entre 1999 et 2007, mais des taux de croissance annuels supérieurs à 1 p.c. ont été enregistrés en Irlande, en Espagne, à Chypre et au Luxembourg, reflétant partiellement des flux migratoires nets positifs. En Espagne et en Irlande spécifiquement, les facteurs démographiques semblent avoir contribué à la forte augmentation des crédits hypothécaires au cours des dernières années.

1.2 Caractéristiques principales des crédits hypothécaires

Après avoir passé en revue l'évolution de l'endettement des ménages, contracté en vue de l'acquisition, de la construction et de la rénovation d'un bien immobilier, et les facteurs qui le sous-tendent, la présente section s'attache à décrire et à analyser plusieurs caractéristiques des crédits hypothécaires, particulièrement celles qui sont importantes du point de vue de la politique monétaire. Il s'agit du taux d'intérêt (fixe ou variable), du rapport entre le montant du crédit et la valeur du bien (c'est à dire le *loan-to-value ratio* ou LTV), de la maturité de l'emprunt, des types de remboursement, ainsi que des marges des banques sur les crédits hypothécaires. Les caractéristiques décrites se réfèrent en règle générale à des crédits octroyés dans le cadre d'un premier achat immobilier par un ménage souhaitant habiter son bien.

A. TAUX D'INTÉRÊT

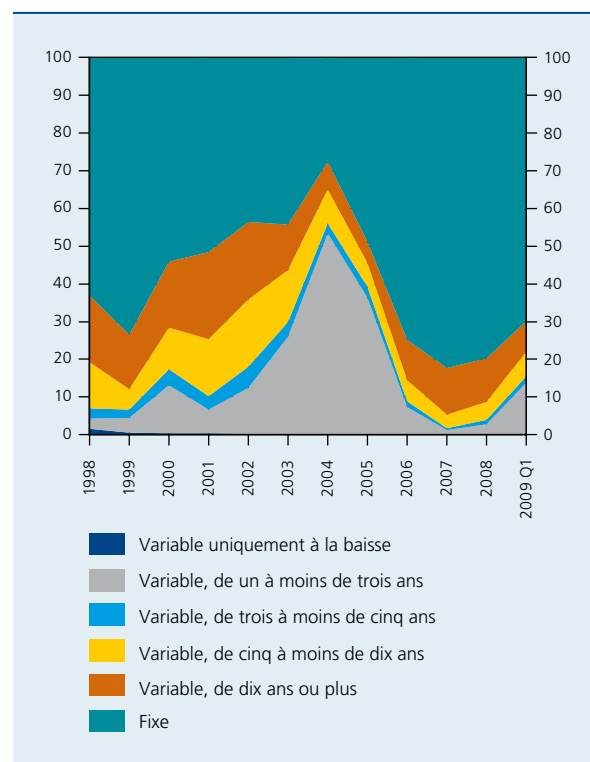
En Belgique, on observe en moyenne une prédominance des taux fixes parmi les crédits hypothécaires octroyés tout au long de la décennie passée, soit entre 1998 et 2009. L'année 2004 a toutefois été une exception dans la mesure où les crédits à taux variable sont devenus largement majoritaires en raison du bas niveau des taux d'intérêt à court terme à cette époque. La part de contrats avec un taux fixe varie donc selon le niveau des taux d'intérêt, mais comparativement à la zone euro, la part des contrats assortis d'un taux fixe ou d'une période de fixité initiale élevée est grande.

En 2008, les contrats à taux fixe représentaient 80 p.c. des crédits octroyés au cours de cette même année et ceux à taux variable assortis d'une période de fixité

initiale égale ou supérieure à dix ans représentaient 11,5 p.c. Le reste était constitué d'emprunts à taux variable pour une période de fixité initiale de moins de dix ans. Les contrats à taux fixe ou semi-fixe représentaient donc plus de 90 p.c. des crédits octroyés au cours de l'année dernière.

En ce qui concerne les emprunts à taux variable, la loi belge relative aux crédits hypothécaires énonce des balises strictes en vue de protéger le consommateur. Ainsi la variabilité ne peut être inférieure à un an et la variation du taux doit être liée à un index de référence officiel (les certificats de trésorerie et les obligations d'une maturité de un à dix ans). Il s'ensuit que la forte volatilité du taux interbancaire qui a suivi les turbulences de la crise financière n'a pas affecté, en Belgique, les taux sur les crédits hypothécaires. De même, toujours en ce qui concerne les emprunts à taux variables, des limites supérieure et inférieure doivent être établies, à l'identique vers le haut et vers le bas. Pour cette raison, les banques offrent des produits dont le risque pour l'emprunteur est limité à une déviation de 3 points de pourcentage par rapport au taux d'intérêt initial.

GRAPHIQUE 8 RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX, EN BELGIQUE ⁽¹⁾
(données annuelles, pourcentages du montant total)



Source : UPC.

(1) Pour les taux variables, le terme mentionné correspond à la période de fixité initiale du taux.

Au niveau de la zone euro, une minorité de pays connaît une situation similaire à celle de la Belgique (prédominance des taux fixes ou semi-fixes) : il s'agit de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas. Ces pays totalisent cependant environ 65 p.c. de l'ensemble des crédits alloués en zone euro. Dans les autres États membres, les crédits hypothécaires comportent le plus souvent un taux d'intérêt variable à très court terme : la période de fixité initiale est généralement d'un an ou moins et les taux sont ajustables sur une base mensuelle, trimestrielle, semi-annuelle ou annuelle. De manière prédominante, l'Euribor de maturité correspondante est utilisé pour ajuster ce taux d'intérêt. Dans les pays où des crédits libellés en monnaie étrangère jouent un rôle important (Chypre, Autriche, Slovaquie), le Libor sert aussi de référence pour l'ajustement des taux d'intérêt variables.

Comme en Belgique, la part des crédits à taux variable parmi les nouveaux prêts octroyés varie dans le temps en fonction du niveau respectif des taux fixes (ou semi-fixes) et variables, mais ces évolutions ne remettent pas fondamentalement en cause la catégorisation opérée ci-dessus,

à l'exception toutefois de l'Italie et de la Grèce où la part des contrats à taux variable a fortement diminué entre 2005 et 2007. D'une manière générale, la part des crédits à taux variable a prédominé au cours de l'année 2005, ce qui reflète probablement le bas niveau des taux d'intérêt de court terme à cette époque. Par la suite, la tendance s'est inversée dans plusieurs pays, reflétant les attentes en termes d'augmentation des taux d'intérêt sur le marché monétaire, qui se sont effectivement accrus durant la seconde moitié de 2005.

Les différences substantielles observées entre les États membres en ce qui concerne la part des emprunts à taux variable, qui allait de 10 à 99 p.c. en 2007, peuvent en partie être attribuées aux évolutions de l'offre et de la demande, à des facteurs culturels et historiques (tels que l'histoire de l'inflation dans les différents États), ainsi qu'à des caractéristiques institutionnelles.

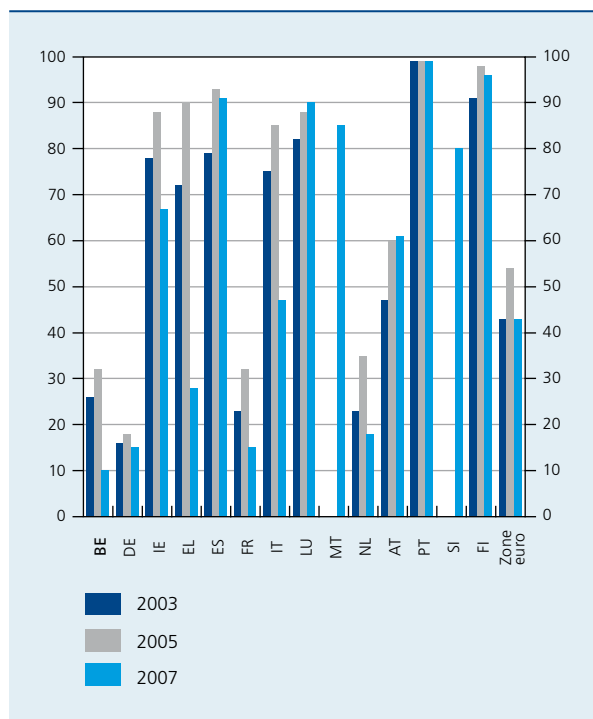
Parmi les facteurs relevant de la demande, les aspects à prendre en compte ont trait aux habitudes culturelles, à l'aversion au risque et à l'horizon de planification des consommateurs. Ainsi, une longue période de stabilité macroéconomique, notamment une faible inflation, peut être propice à une planification de plus long terme et permet d'expliquer pourquoi des taux fixes ou semi-fixes ont été et continuent à être dominants dans des pays tels que la Belgique, l'Allemagne et les Pays-Bas.

Sur le versant de l'offre, les pratiques de financement des banques peuvent jouer un rôle. Les informations récoltées auprès des banques dans le cadre du SIR donnent à penser que c'est le cas au Luxembourg, en Slovaquie et en Finlande. Dans ces pays, les crédits à taux variable prédominent, au même titre que le financement au moyen d'instruments de court terme. Inversement, les banques allemandes émettent des obligations collatéralisées à long terme, qui sont en ligne avec les préférences des ménages pour une fixation plus longue du taux d'intérêt.

Cependant, les réponses à d'autres points du questionnaire indiquent que dans la majorité des pays, les caractéristiques du portefeuille de crédits hypothécaires des banques ne sont pas déterminées par les conditions d'accès à un financement de plus long terme. Dans la plupart des cas, la relation causale semble jouer dans l'autre sens, étant donné que la majorité des banques affirment que la maturité des crédits hypothécaires détermine la maturité des instruments de financement.

Le degré de développement du marché financier peut également avoir joué un rôle par le passé, puisque, dans certains pays, le manque de taux de référence approprié dans le segment des obligations de long terme peut avoir

GRAPHIQUE 9 PART DES EMPRUNTS À TAUX VARIABLE PARMIS LES CRÉDITS OCTROYÉS DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO (1)
(pourcentages du total)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Dans le cadre du rapport SIR, ont été considérés comme crédits à taux variable ceux dont la variabilité du taux d'intérêt était inférieure ou égale à un an. Si la période de fixation initiale était supérieure à un an, les crédits hypothécaires étaient considérés comme étant à taux fixe.

géné l'offre bancaire de crédits hypothécaires assortis d'une fixation du taux d'intérêt plus longue.

Dans le cas de l'Italie, la préférence des ménages pour les emprunts à taux variable est en partie due au fait que les banques italiennes prélevaient des marges élevées sur les emprunts à taux fixe, en comparaison des autres banques de la zone euro. Cette situation a restreint les passages d'un segment du marché à l'autre.

On trouve en Espagne un exemple clair d'influence de facteurs institutionnels sur les préférences pour des emprunts à taux variable: jusqu'à un changement de législation intervenu en 2008, les crédits comportant un taux d'intérêt qui n'était pas fixé pour toute la maturité du prêt étaient considérés comme des emprunts à taux variable et étaient dès lors sujets à des frais limités en cas de remboursement anticipé. Ces frais ne couvraient pas, selon les banques, le risque d'investissement. En conséquence, les taux sur les emprunts assortis d'une période initiale de fixation de cinq ou dix ans tendaient à être élevés, ce qui les rendaient moins attractifs pour les emprunteurs.

Il se peut que, dans certains pays, l'entrée en vigueur de Bâle II ait augmenté la préférence des banques pour les prêts à taux variable dans la mesure où, avec de tels prêts, le risque de taux est transféré vers les ménages, ce qui diminue les exigences requises en capitaux propres.

Malgré les différences observées en ce qui concerne les taux d'intérêt, plusieurs tendances communes relatives à d'autres caractéristiques des crédits hypothécaires peuvent être identifiées dans les pays de la zone euro. Ainsi, au cours de la dernière décennie, le ratio *loan-to-value* a augmenté, la maturité des emprunts a été accrue et davantage de flexibilité a été introduite dans le remboursement des crédits.

B. MATURITÉ ET LTV

En Belgique, la maturité d'un crédit hypothécaire est généralement de vingt ans. Il n'existe pas de statistiques détaillées sur la structure par maturité des crédits, mais selon certaines sources, la maturité moyenne a augmenté, entre 2003 et 2007, de dix-huit à vingt et un ans. La maturité maximale offerte avant le début de la crise financière était passée à quarante ans.

Dans la zone euro, la maturité standard octroyée en 2007 variait d'un pays à l'autre, s'étalant de vingt à trente ans. La maturité maximale se situait généralement entre trente et quarante ans, mais des produits de plus longue durée avaient vu le jour (jusqu'à cinquante ans en Espagne, en

France et au Portugal, et jusqu'à soixante ans en Finlande), bien qu'ils n'aient conquis qu'une faible part de marché.

Depuis l'introduction de l'union économique et monétaire, la maturité moyenne a augmenté dans les pays de la zone euro, de même que la maturité maximale proposée par les banques. Ce constat reflète partiellement l'augmentation des prix de l'immobilier, qui a forcé les ménages désirant entrer sur le marché de l'immobilier à contracter des emprunts de montant plus élevé, lesquels ne leur étaient offerts qu'assortis de maturités plus longues. Par ailleurs, l'accroissement de l'espérance de vie et l'augmentation concomitante de l'âge de la retraite ont également joué un rôle dans l'allongement des maturités des emprunts hypothécaires. Du point de vue des banques, le lancement sur le marché de produits de plus longue maturité est à mettre en relation avec l'accroissement de la concurrence, l'apparition de conditions plus favorables de financement à long terme et le développement de nouveaux instruments de financement assortis de maturité plus longues (*covered bonds*, titrisation), quoique le sens de la causalité soit malaisé à établir.

Le ratio *loan-to-value* mesure le rapport entre le montant de l'emprunt contracté et la valeur du bien donné en garantie. La politique suivie par les banques en ce domaine a également connu des modifications au cours des dernières années.

En Belgique, bien qu'il n'y ait pas de restriction officielle, en pratique, les banques veillent à ce que les charges d'intérêts n'excèdent pas 30 à 35 p.c. des revenus disponibles de l'emprunteur au cours de la première année du contrat, cette proportion pouvant s'accroître (jusqu'à 50 p.c.) selon le niveau de revenu, la sécurité de l'emploi, l'âge, etc. Les banques déterminent la limite maximale du LTV en conséquence. Lorsque celui-ci augmente, elles réclament en général un taux d'intérêt plus élevé. On suppose que la politique consistant à accorder un taux préférentiel aux crédits assortis d'un LTV plus faible peut avoir contribué à maintenir des ratios raisonnables en Belgique. Dans la période récente, le LTV est demeuré plus ou moins constant autour de 80 p.c., malgré l'augmentation du montant moyen des crédits octroyés.

Au niveau de la zone euro, en 2007, le LTV type appliqué à un nouveau contrat se chiffrait à environ 80 p.c. dans la majorité des États membres, variant entre 63 p.c. (Malte) et 101 p.c. (Pays-Bas). Comme en Belgique, il n'y a en général pas de restriction imposée sur ce ratio, mais une limite peut être définie pour l'adéquation des fonds propres et les provisions nécessaires sur les crédits hypothécaires. Si le LTV demeure sous une certaine limite, les crédits hypothécaires sont traités de la manière standard

sous l'accord de Bâle II; en revanche, ils sont assortis d'une notation plus risquée au-dessus de ce niveau, ce qui implique pour les banques un provisionnement supérieur en capital. De la même manière, une limite a aussi été fixée pour les crédits éligibles en tant que collatéral pour les *covered bonds* ou les *mortgage bonds*.

Le LTV s'est accru dans la majorité des pays au cours de la période allant de 1999 à 2007. Cette évolution s'est accompagnée d'un accroissement de la maturité des contrats et du développement de nouveaux types de crédits qui autorisent un report de remboursement. En 2007, le LTV s'était déjà replié dans un certain nombre de pays, tels que la Belgique, l'Irlande, l'Espagne, Malte et le Portugal, probablement sous les premiers effets de la crise financière.

C. TYPES DE REMBOURSEMENT ET FLEXIBILITÉ DES CONTRATS

Plusieurs types de remboursement de crédit cohabitent sur le marché. Le plus courant parmi les pays de la zone euro est le prêt amortissable, remboursé par mensualités constantes, qui incluent des charges d'intérêts dont la part diminue au fil du temps, et du capital. Ce type de remboursement est le plus populaire en Belgique.

Le schéma dit « intérêts seuls » (*interest-only*) se définit par un paiement mensuel d'intérêts, complété par le remboursement de l'entière du capital à la fin du contrat. En 2007, ces crédits ne représentaient qu'une faible part du marché, soit 7,5 p.c. dans la zone euro.

Dans plusieurs pays, les institutions de crédit ont élargi les formules de remboursement et de nouveaux produits ont été introduits pour permettre des paiements allégés au début du contrat (*teaser loans*). Ces formules consistent en une diminution des charges de remboursement initiales, par exemple grâce à la combinaison d'une formule « intérêts seuls », suivie d'un système d'amortissement, ou d'une période sans paiement suivie d'une formule d'amortissement. Ces nouveaux produits ont facilité l'accès de certains types d'emprunteurs au crédit hypothécaire, ce qui a également contribué à accroître l'encours des crédits offerts.

La flexibilité du marché financier lié à l'immobilier indique la facilité avec laquelle les ménages peuvent modifier certains termes et conditions de leur contrat d'emprunt hypothécaire, ou se tourner vers un autre type d'emprunt, dans la même banque ou dans une autre banque. Dans ce cadre, les possibilités de remboursement anticipé constituent un élément important, mais le coût lié à la prise d'un nouvel emprunt joue également un rôle.

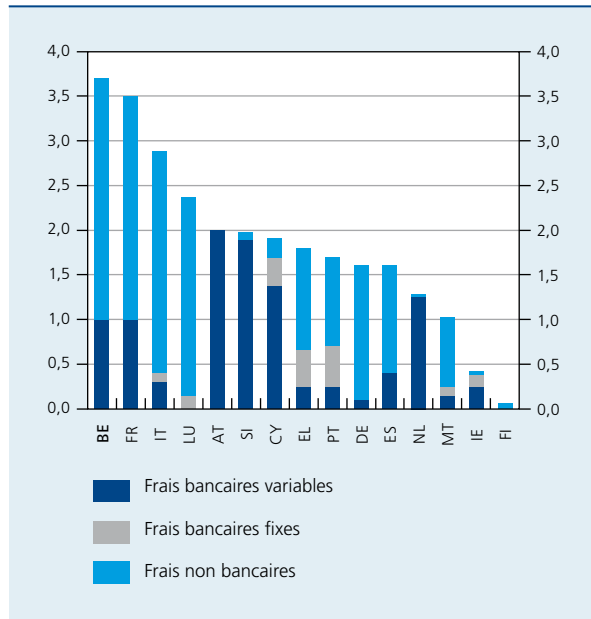
Le remboursement anticipé partiel ou total de l'emprunt hypothécaire est autorisé dans tous les pays de la zone euro. Les frais liés à ce remboursement anticipé représentent généralement un pourcentage du montant restant à rembourser, qui dépend du montant du prêt, du type de taux qui y était appliqué (fixe ou variable) et du temps passé depuis la conclusion du contrat. Dans plusieurs pays, le remboursement anticipé n'occasionne aucuns frais dans le cas de crédits à taux variable, contrairement aux crédits émis à taux fixe. C'est le cas en Finlande, en Grèce, au Luxembourg et aux Pays-Bas. Dans certains cas, la clause de remboursement anticipé peut être introduite dans le contrat au prix d'une augmentation du taux proposé.

En Belgique, les frais de remboursement anticipé sont légalement plafonnés à l'équivalent de trois mois de charges d'intérêts sur le montant emprunté qui n'a pas encore été remboursé.

En principe, ces frais sont dus même si le remboursement anticipé est demandé à l'occasion de la signature d'un nouveau contrat dans le même établissement de crédit. La renégociation des conditions de l'emprunt est cependant parfois possible. Si le remboursement anticipé est utilisé pour contracter auprès d'une autre institution de crédit offrant de meilleures conditions de taux ou d'autres produits plus intéressants, un tel changement implique, outre les frais de remboursement anticipé, ceux liés à la conclusion d'un nouveau contrat hypothécaire (frais de notaire, frais d'enregistrement, frais administratifs et de recherche). En Italie, cependant, une mesure relative à la portabilité du crédit hypothécaire a été introduite, qui permet de changer de prêteur sans frais, pour autant que le montant du nouveau crédit soit égal au montant du crédit originel restant dû.

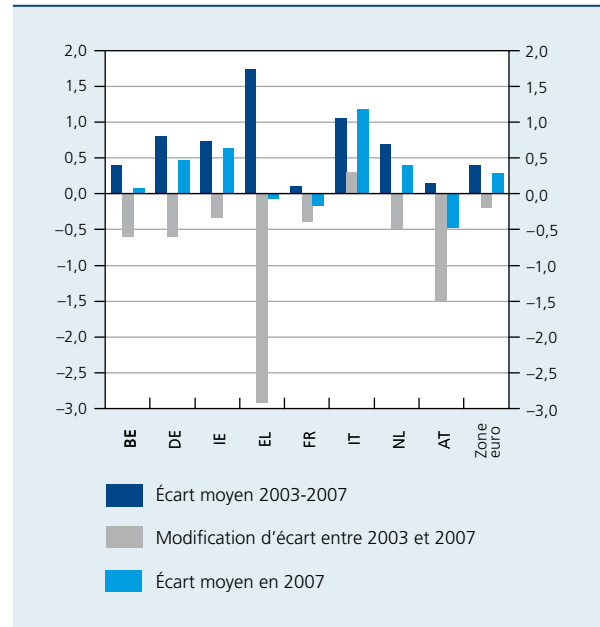
Le graphique 10 présente les frais occasionnés par la conclusion d'un crédit hypothécaire, exprimés en pourcentage d'un emprunt hypothécaire d'un montant standard en 2007 octroyé à un ménage achetant pour la première fois et désirant occuper son bien. Les coûts pris en compte incluent ceux directement liés à la conclusion du contrat (et non à l'achat du bien lui-même), qu'ils soient fixés par la loi ou habituellement réclamés par le prêteur. Certains de ces coûts varient selon le montant de l'emprunt, d'autres sont fixes, leur nature précise variant d'un pays à l'autre. Des frais non bancaires, par exemple, peuvent inclure des frais notariaux, des frais d'enregistrement de contrat, ou d'autres frais fixés légalement. On constate des différences marquées selon les pays, les coûts variant de 3,7 p.c. du montant du prêt en Belgique (dont 2,7 p.c. de frais non bancaires: frais de notaire, frais d'enregistrement et d'assurance) à pratiquement 0 p.c.

GRAPHIQUE 10 FRAIS LIÉS À UN CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE DANS LA ZONE EURO, EN 2007
(pourcentages d'un emprunt hypothécaire standard)



Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

GRAPHIQUE 11 MARGE ENTRE LE TAUX APPLIQUÉ À UN CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE STANDARD (PÉRIODE DE FIXITÉ INITIALE DU TAUX SUPÉRIEURE À CINQ ANS) ET LE RENDEMENT D'UN INVESTISSEMENT SANS RISQUE
(taux sur les nouveaux contrats ; points de pourcentage)



Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

en Finlande. Cette comparaison n'est cependant qu'indicative car des hypothèses simplificatrices ont dû être posées étant donné la complexité de certaines structures de coûts, les différences substantielles apparaissant entre les établissements de crédit d'un même pays et la mesure dans laquelle certains frais dépendent de circonstances particulières.

D. MARGES DES BANQUES SUR LES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES

Les revenus que les banques tirent des crédits hypothécaires peuvent être comparés à leur coût de financement ou à leur coût d'opportunité. Il en résulte une marge qui varie notamment en fonction des caractéristiques des crédits (par exemple, le type de taux qui leur est appliqué), du risque de défaut de l'emprunteur et de la concurrence entre établissements de crédit.

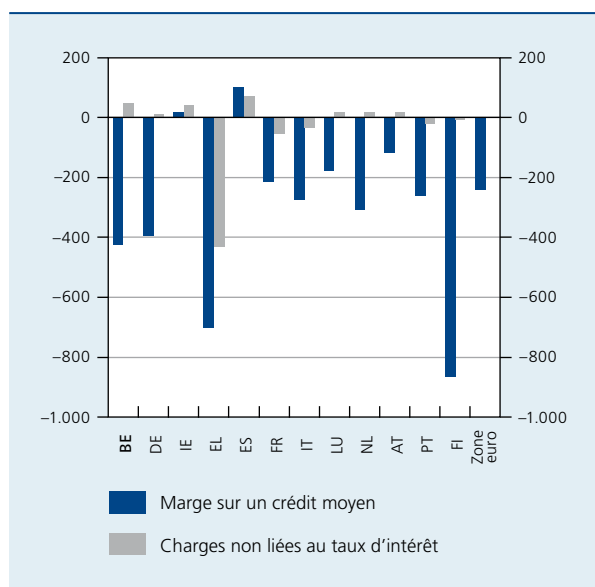
Plusieurs types de marge ont été calculés dans le cadre du rapport SIR. Cependant, les statistiques nécessaires pour le faire ne sont disponibles que depuis 2003, soit une période relativement courte qui ne couvre pas un cycle conjoncturel complet. En même temps, la période allant de 2003 à 2007 a été particulière, en ce sens que les conditions de crédit ont été considérablement assouplies au cours de ces années.

Nous présentons ici les marges entre le taux appliqué à un crédit hypothécaire standard et le coût d'opportunité. Étant donné qu'en Belgique, le crédit standard est un crédit dont la période de fixité initiale du taux est longue, les comparaisons ont été effectuées sur cette base, avec les pays pour lesquels la comparaison se révélait pertinente, c'est à dire ceux dont le volume des nouveaux crédits à taux fixe représentait en moyenne au moins 20 p.c. du total des nouveaux crédits entre 2003 et 2007. Le coût d'opportunité est obtenu en faisant l'hypothèse d'un investissement sans risque d'une maturité correspondante (les OLO en Belgique, par exemple).

En ce qui concerne les pays où le type de crédit hypothécaire le plus répandu est assorti d'une fixation initiale du taux relativement longue (Belgique, France, Allemagne et Pays-Bas), la marge la plus élevée, en moyenne au cours des années 2003 à 2007, par rapport au coût d'opportunité était observée en Allemagne et aux Pays-Bas, tandis qu'elle était moindre en Belgique et en France.

La marge était relativement élevée dans les pays où les crédits à taux fixe ou semi-fixe sont moins courants (Irlande, Grèce, Italie), ce qui peut expliquer pourquoi les ménages de ces pays se tournaient davantage vers

GRAPHIQUE 12 MODIFICATIONS DES MARGES ET DES FRAIS APPLIQUÉS À UN CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE MOYEN ⁽¹⁾
(pourcentages nets cumulés de 2003 à 2007)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Les pourcentages nets correspondent à la différence entre la somme des pourcentages de réponse au BLS indiquant un resserrement et la somme des ceux indiquant un assouplissement. Cumulés sur cinq ans, ils peuvent indiquer des mouvements considérables.

les crédits à taux variable. En France, la marge prise sur les crédits hypothécaires était négative en 2007, probablement en raison d'effets dus à des ventes croisées : pendant cette période, les crédits hypothécaires, qui permettent d'établir une relation de long terme avec les clients, pouvaient être subventionnés par d'autres produits bancaires. En Grèce, les marges ont fortement baissé entre 2003 et 2007, pour être pratiquement nulles en 2007, année où beaucoup de ménages grecs ont remplacé leur emprunt à taux variable par un emprunt à taux fixe.

En ce qui concerne les évolutions dans le temps, les marges ont diminué dans pratiquement tous les pays considérés entre 2003 et 2007. Cette situation est confirmée par les résultats de la *Bank lending survey*. Si on cumule les pourcentages nets, on constate une diminution importante des marges prises sur les crédits hypothécaires moyens dans la plupart des pays européens. L'évolution des frais non liés au taux d'intérêt est plus hétérogène selon les pays. Tandis qu'une diminution des marges s'est accompagnée d'une réduction de ce type de frais dans certains pays, les banques d'autres pays semblent avoir accru les frais non liés au taux d'intérêt pour compenser quelque peu le déclin dans le niveau des marges.

En résumé, des tendances communes ont pu être observées au cours des dernières années en ce qui concerne les caractéristiques des crédits hypothécaires octroyés dans les quinze pays de la zone euro : le LTV s'est accru, les maturités des crédits se sont allongées et davantage de flexibilité a été introduite pour le remboursement de ces crédits. Ces tendances ont contribué à rendre plus aisé l'accès des ménages au marché du crédit hypothécaire et à améliorer le fonctionnement de ce marché. Dans le même temps, des différences substantielles demeurent, par exemple en ce qui concerne la part des contrats à taux fixe et à taux variable. Ces différences peuvent être attribuées tant à des facteurs historiques et culturels qu'à des spécificités institutionnelles.

2. Structure de financement des banques

Après avoir exploré l'évolution de la demande et les caractéristiques principales des crédits hypothécaires, nous nous focalisons à présent sur le financement des institutions bancaires, avec pour objectif de fournir un aperçu de l'évolution des stratégies de financement des banques. Les différences entre pays de la zone euro seront soulignées, de même que les changements constatés depuis la fin des années 1990.

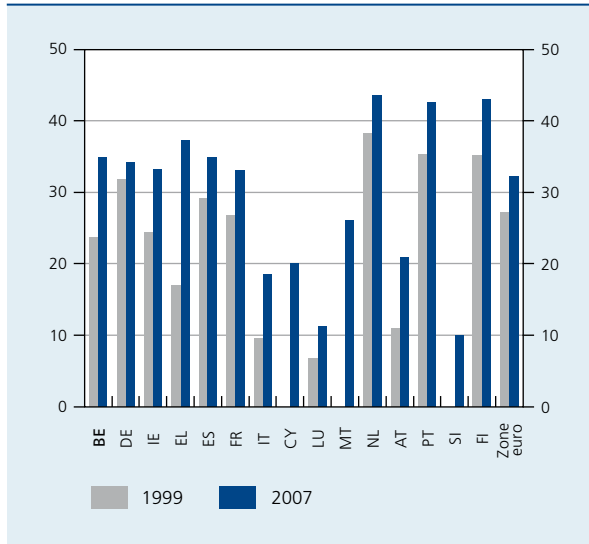
2.1 Évolution de la structure de financement au cours des dix dernières années

Le financement de l'acquisition d'un bien d'habitation par les particuliers a constitué durant les dernières années un domaine d'activité en croissance pour les banques de la zone euro. À la fin de 2007, les crédits accordés aux ménages pour l'acquisition, la construction et la rénovation d'un bien immobilier comptaient pour 32 p.c. de l'ensemble des prêts octroyés aux secteurs non financiers, soit un chiffre de 5 points de pourcentage supérieur à celui de 1999. En outre, l'accroissement de cette part relative est une tendance commune observée dans tous les États membres.

À l'exception de quelques instruments spécifiques, les banques financent les crédits hypothécaires grâce à leurs sources habituelles de financement. À cet égard, les dépôts recueillis auprès de la clientèle demeurent la source de financement la plus importante. Au cours des dernières années, cependant, un certain nombre de facteurs ont contribué à l'élargissement des alternatives offertes aux établissements de crédit pour assurer leur *funding*. Il s'agit notamment du développement d'un marché obligataire européen plus intégré et plus profond grâce à l'introduction de l'euro, d'innovations financières

GRAPHIQUE 13 PART DES CRÉDITS IMMOBILIERS AUX MÉNAGES DANS LE TOTAL DES CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES IFM AUX SECTEURS NON FINANCIERS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(pourcentages, quatrième trimestre de 1999 et de 2007)

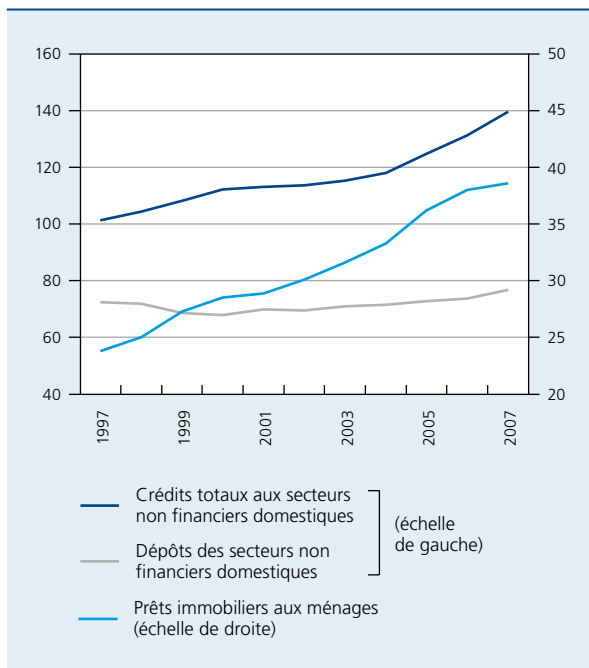


Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Y compris des estimations concernant les crédits sortis du bilan par titrisation.

GRAPHIQUE 14 ÉCART ENTRE LES PRÊTS OCTROYÉS ET LES DÉPÔTS AUPRÈS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB)



Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

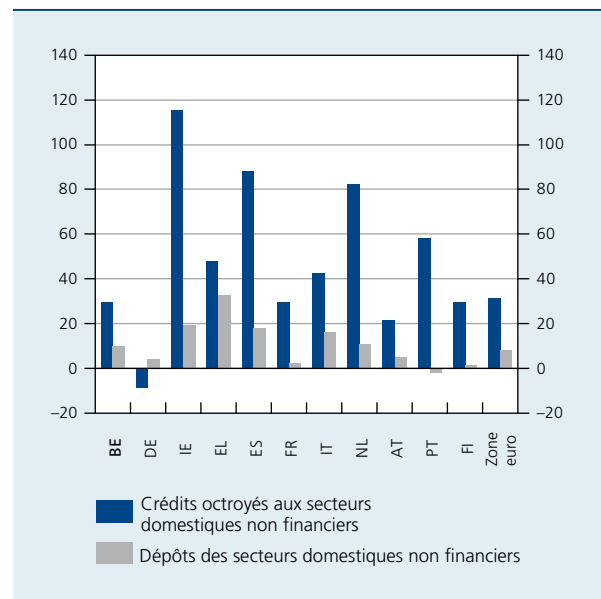
(1) Y compris des estimations concernant les crédits sortis du bilan par titrisation.

et technologiques, ainsi que de conditions de financement généralement extrêmement favorables. Cette situation a permis un glissement vers des structures de financement davantage basées sur les marchés.

L'un des éléments déterminant pour expliquer les changements observés dans les structures de financement des systèmes bancaires de la zone euro, du moins jusqu'au début de la crise financière à la mi-2007, est la forte croissance de l'activité de prêts en général, et des prêts hypothécaires en particulier. De 1997 à 2007, les prêts accordés aux secteurs non financiers (incluant les créances sorties du bilan des banques après titrisation) se sont accrus de 40 p.c. en proportion du PIB. Au même moment, les crédits octroyés aux ménages pour l'acquisition, la construction et la rénovation d'un bien d'habitation ont augmenté de 15 points de pourcentage, pour atteindre l'équivalent de 38 p.c. du PIB. En termes absolus, l'encours de ces crédits a plus que doublé au cours de cette période. Cette croissance impressionnante n'a pas été suivie par une hausse similaire des dépôts traditionnels des secteurs non financiers de la zone euro, dont le montant relativement au PIB est resté plus ou moins constant. Cet écart croissant entre les crédits accordés et les dépôts reçus a été financé par un recours plus important au financement basé sur le marché, sous la forme de titres de créance et d'emprunts auprès du marché monétaire.

GRAPHIQUE 15 CRÉDITS ET DÉPÔTS DANS LES IFM DE LA ZONE EURO : VARIATIONS CUMULÉES DE 1999 À 2007 ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB)



Source: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Y compris des estimations concernant les crédits sortis du bilan par titrisation.

Il serait cependant trompeur de tenter d'établir une causalité unidirectionnelle entre les deux événements, partant d'un écart croissant entre prêts et dépôts pour aboutir à une diversification des sources de financement. En effet, une partie de cet écart doit être expliquée par l'existence de ces sources alternatives de financement, qui autorisent les banques à élargir leurs activités de prêts dans un contexte de demande croissante et de concurrence exacerbée.

Les banques des États membres où les prêts accordés aux secteurs non financiers ont connu l'augmentation cumulée la plus importante au cours de la période 1999 à 2007 – à savoir l'Espagne, l'Irlande, les Pays-Bas et le Portugal – sont celles qui ont eu le plus recours à un financement axé sur le marché pour combler l'écart croissant entre dépôts et crédits.

Ce phénomène est également remarqué, bien que dans une moindre mesure, dans les autres pays, à l'exception de l'Allemagne qui a connu une croissance des dépôts traditionnels légèrement supérieure à celle de l'activité de prêt, laquelle s'est inscrite en recul au cours de la même période.

L'importance relative des différentes sources de financement des banques a évolué au cours du temps. Entre la fin de 1999 et la fin de 2007, on a constaté une diminution du *funding* assuré par les dépôts des secteurs non financiers résidents, qui demeurent cependant en moyenne la source la plus importante de financement

des établissements de crédit de la zone euro. La Belgique se distingue comme étant l'un des pays où la part de ces dépôts dans le financement reste particulièrement élevée.

La part des dépôts provenant des institutions financières (hors IFM), y compris la titrisation, s'est quant à elle accrue entre ces deux dates, tandis que celle des dépôts non interbancaires venant du reste du monde est demeurée stable. Enfin, la proportion relative des titres de créance dans le financement total a légèrement augmenté, alors que celle des dépôts interbancaires s'est faiblement repliée.

Au cours de la période qui a précédé la crise financière, on a constaté une augmentation importante de l'encours des titres collatéralisés par des crédits hypothécaires, ainsi qu'en témoigne l'évolution des chiffres relatifs au financement garanti, ventilés selon l'émission de titres adossés à des crédits hypothécaires (*Residential mortgage backed securities ou RMBS*) et d'obligations collatéralisées par ces mêmes crédits (*covered bonds*), par rapport au total des crédits immobiliers aux ménages. Ensemble, pour la zone euro, ces deux types de produits représentaient, à la fin de 2007, environ 21 p.c. du total de l'encours des crédits immobiliers (contre 10 p.c. à la fin de 1999), avec des différences significatives entre États.

Les pays où l'encours des crédits aux secteurs domestiques non financiers a nettement plus fortement augmenté que les dépôts de ces secteurs (Irlande, Espagne, Portugal et Pays-Bas) ont largement dû faire appel à l'émission de *covered bonds* et à des opérations de titrisation.

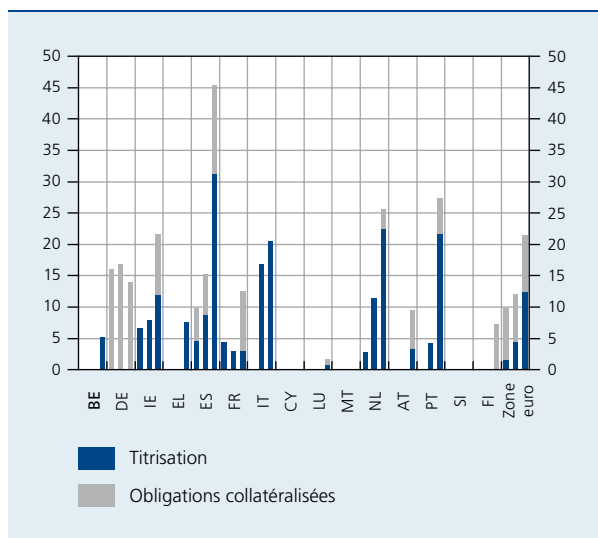
À l'inverse, quelques pays, comme la Belgique, la Finlande, la Grèce et le Luxembourg⁽¹⁾, ont entamé la période étudiée en affichant un ratio dépôts sur crédits élevé, ce qui leur a permis d'éviter d'avoir recours intensivement aux sources de financement basées sur le marché, notamment les *covered bonds* et la titrisation.

2.2 Covered bonds et titrisation

Cette section présente les principales caractéristiques des obligations collatéralisées (*covered bonds*) et de la titrisation, ainsi que les différences les plus importantes entre ces deux types de produits. Dans le cadre des crédits hypothécaires, la titrisation prend la forme de titres adossés à de l'immobilier résidentiel (RMBS).

GRAPHIQUE 16 TITRISATION ET OBLIGATIONS COLLATÉRALISÉES EN 1999, 2002 ET 2007

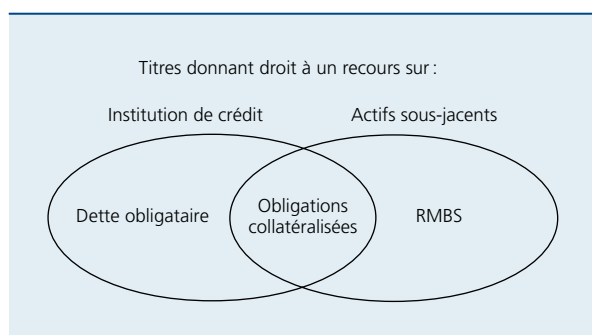
(pourcentages des crédits immobiliers aux ménages ; données du quatrième trimestre)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Au Portugal, le ratio initial des dépôts par rapport aux prêts était également élevé, mais la diminution brutale des dépôts relativement aux prêts totaux a été contrebalancée par un accroissement de l'activité de titrisation et des financements interbancaires nets.

GRAPHIQUE 17 LES OBLIGATIONS COLLATÉRALISÉES : UN INSTRUMENT À DOUBLE RECOURS
(milliards d'euros)



Source: ECB, *Covered bonds in the EU financial system*, 2008.

Les *covered bonds* sont des obligations émises par une institution de crédit. Ces obligations sont principalement adossées à des crédits hypothécaires (ou éventuellement à des prêts consentis aux pouvoirs locaux). Elles présentent la caractéristique d'être directement liées au financement de ces crédits. Contrairement à la titrisation, l'actif comme le risque demeurent généralement au bilan de l'émetteur.

Les détenteurs de l'obligation possèdent un double droit de recours, d'une part, sur l'institution émettrice et, d'autre part, sur les actifs sous-jacents. L'avantage pour l'investisseur est de bénéficier de rendements relativement élevés, associés à des risques comparativement faibles, ce qui a permis le développement de ce segment de marché au cours des dernières années.

La titrisation est, par contraste, un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. Techniquement, des actifs sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties sont regroupés dans une société ad hoc qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. Initialement cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leur encours de crédits, c'est-à-dire de transformer en titres négociables des prêts à la clientèle.

Du point de vue de l'émetteur, les *covered bonds* et les RMBS présentent de multiples avantages. Les titres collatéralisés bénéficient de notations de crédit supérieures, apportant de la sorte un financement à long terme à un coût relativement faible et aidant les émetteurs à combler les écarts de financement. Ils permettent aussi à l'émetteur de diversifier et d'élargir ses sources de financement.

Dans le même temps, plusieurs différences importantes peuvent être soulignées entre les obligations collatéralisées et les produits titrisés, tels que les RMBS.

Les obligations collatéralisées demeurent en général au bilan consolidé de l'émetteur tandis que, dans le cas d'une émission de RMBS, le collatéral est transféré vers un véhicule de titrisation spécifique (*Special purpose vehicle ou SPV*) qui émet les titres. L'originateur et l'émetteur ne sont donc pas identiques dans le cas des RMBS.

La titrisation sous forme de RMBS permet à l'émetteur de transférer le risque et de l'éliminer de son bilan; les exigences de fonds propres sont donc amoindries⁽¹⁾. Par contraste, les *covered bonds* sont d'abord et avant tout utilisés pour lever du financement.

Le collatéral utilisé dans le cadre des *covered bonds* doit rencontrer des critères spécifiques, généralement énoncés par la législation, notamment en termes de limite maximale pour le LTV. Ces critères garantissent la bonne qualité des actifs sous-jacents.

Contrairement aux RMBS, les obligations collatéralisées sont des titres à double recours. Les investisseurs sont créanciers à titre prioritaire auprès de l'émetteur; ils ont également un droit de créance privilégié sur les actifs sous-jacents (*cover pool*), si l'émetteur fait défaut.

Le *pool* de collatéral sous-jacent aux *covered bonds* est habituellement dynamique, ce qui signifie que les actifs impliqués peuvent être remplacés quand ils arrivent à maturité ou quand ils ne rencontrent plus les critères d'éligibilité. En revanche, le *pool* de collatéral des RMBS est généralement statique. Alors que les *covered bonds* sont de façon prédominante des titres à taux fixe, les RMBS ont habituellement des taux variables.

La subdivision du *pool* en plusieurs tranches est une caractéristique fréquente des RMBS, mais pas des obligations collatéralisées. L'émetteur peut ainsi adapter les tranches selon les besoins spécifiques des investisseurs.

(1) On se réfère ici uniquement à la titrisation de type « *true-sale* », par laquelle, en général, les crédits titrisés sont sortis du bilan de l'originateur, les risques et les droits sur les actifs étant transférés vers le SPV.

TABLEAU 1 COMPARAISON ENTRE LES *COVERED BONDS* ET LES RMBS

	Obligations collatéralisées	RMBS
But de l'émission	Refinancement	Diminution du risque, allègement de la régulation, refinancement
Émetteur	Émetteur de l'emprunt	Entité spécialisée
Recours à l'émetteur d'origine	Oui	Non
Structure	Les actifs demeurent en général au bilan, mais sont identifiés comme appartenant à un <i>cover pool</i>	Les actifs sont transférés à l'entité spécialisée
Impact sur les réserves de capital de l'émetteur	Aucun	Réduction
Restriction légale sur le collatéral éligible	Oui, si l'émission se fait en référence à la législation sur les <i>covered bonds</i> (limite au LTV, par exemple)	Habituellement aucune
Gestion des actifs	Habituellement dynamique	Majoritairement statique
Transparence des actifs pour l'investisseur	Limitée (mais la qualité est régulièrement contrôlée par des agences spécialisées, publiques ou indépendantes)	Limitée
Subdivision des prêts en plusieurs tranches (<i>tranching</i>)	Aucune	Habituelle
Coupon	Majoritairement à taux fixe	Majoritairement à taux flottant

Source : ECB, *Covered bonds in the EU financial system*, 2008.

A. COVERED BONDS

Entre 2003 et 2007, la valeur de l'encours des obligations collatéralisées par de l'immobilier s'est accrue de 80 p.c. dans la zone euro. Alors que cet instrument était utilisé depuis fort longtemps en Allemagne, le recours intensif à cette source de financement s'est développé de façon plus récente dans d'autres pays de la zone euro. Cependant, en l'absence d'un marché intégré et homogène, on constate de substantielles hétérogénéités.

Pour l'essentiel, les évolutions récentes dans ce domaine ont largement été impulsées par des changements législatifs et réglementaires (introduction de la législation aux Pays-Bas en 2008, en Irlande en 2001, par exemple), ainsi que par la dynamique du marché de l'immobilier (Espagne, Irlande, France). Actuellement, trois pays domi-

nent les émissions de *covered bonds* dans la zone euro⁽¹⁾. Il s'agit de l'Allemagne, de l'Espagne et de la France.

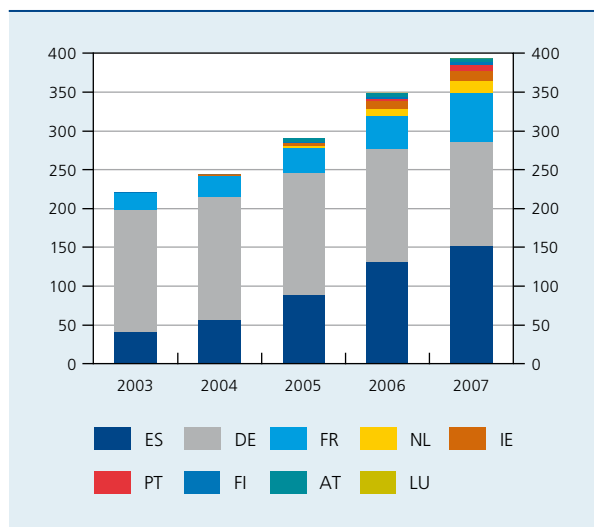
L'Espagne a enregistré les développements les plus importants dans ce domaine en raison de la forte croissance du marché de l'immobilier. Cette dynamique et l'importante demande de crédits hypothécaires qui l'a accompagnée ont été soutenues par l'émission de *covered bonds*, dont la part au sein de la zone euro est passée de 18 p.c. en 2003 à 39 p.c. en 2007.

En France, la dynamique du marché de l'immobilier a également été soutenue au cours de cette période et l'encours des *covered bonds* a triplé, représentant 16 p.c. de l'encours total de la zone euro en 2007, contre 6 p.c. en 2003.

En ce qui concerne le cadre réglementaire et législatif, il convient de distinguer le niveau international et les évolutions nationales spécifiques. Au niveau européen, la directive de 1985 sur le fonctionnement des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) établit que ces entités peuvent investir jusqu'à 25 p.c. de leurs actifs dans des *covered bonds* d'un seul émetteur,

(1) Certaines précautions doivent cependant être prises dans l'interprétation de ces chiffres. Sur la base des données disponibles, il n'est en effet pas possible de distinguer entre les *covered bonds* résidentiels et commerciaux. Par ailleurs, les parts relatives nationales et les encours peuvent être biaisés par le fait que des entités internationales peuvent émettre des *covered bonds* par l'intermédiaire de filiales établies dans des pays étrangers. Les données sont disponibles par pays d'émission et non par nationalité de l'émetteur.

GRAPHIQUE 18 ENCOURS DES MORTGAGE COVERED BONDS : VENTILATION PAR PAYS D'ÉMISSION
(milliards d'euros)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

sous certaines limitations. Par ailleurs, si certaines conditions sont remplies (par exemple, valeur du LTV), les *covered bonds* bénéficient d'une pondération plus favorable du risque associé dans le cadre de la directive européenne sur les fonds propres réglementaires adoptée en 2006. Ces deux types de réglementation ont vraisemblablement contribué à l'essor des *covered bonds*.

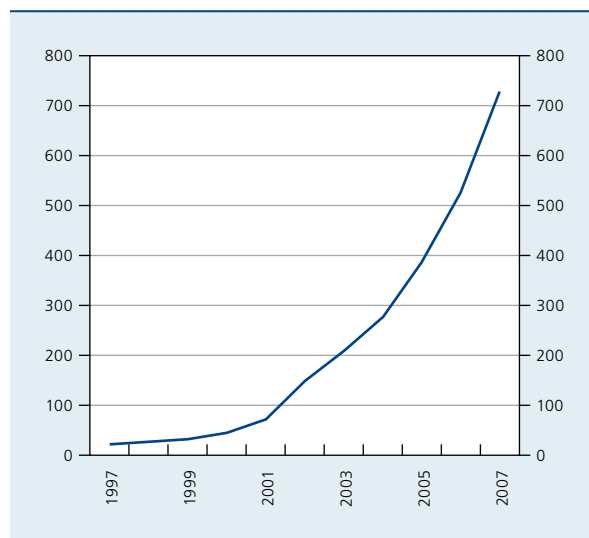
Du point de vue national, des cadres législatifs spécifiques ont vu le jour récemment dans un certain nombre de pays, seules Chypre et la Belgique n'ayant pas encore introduit de législation relative à l'émission de ce type de titres. Le cas néerlandais présente un intérêt particulier, puisqu'avant l'adoption d'une loi spécifique, l'émission de ces produits était basée sur des accords contractuels fondés sur le code civil.

B. TITRISATION

La titrisation est un phénomène récent dans la zone euro ; elle n'est devenue une source significative de financement pour les banques qu'à partir de 2002. En 2007, on estimait à environ 7 p.c. la part des crédits hypothécaires titrisés et sortis du bilan des banques par rapport à l'encours total. Exprimée en pourcentage du PIB, cette part se chiffrait à environ 3 p.c.

Le lent développement de ce marché, par rapport aux États-Unis, est dû à plusieurs facteurs. Tout d'abord, les banques principales de la zone euro étaient bien capitalisées au moment où ce type de produit est devenu

GRAPHIQUE 19 ÉVOLUTION DE L'ENCOURS DE LA TITRISATION DANS LA ZONE EURO ENTRE 1997 ET 2007⁽¹⁾
(milliards d'euros)



Source : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Les données ne reflètent que la titrisation vers des SPV résidents, l'activité totale étant dès lors sous-estimée.

disponible. Ensuite, le cadre législatif était le plus souvent absent et devait être développé. Au cours des dix dernières années, un nombre important de procédures législatives et réglementaires ont pris place à la fois au niveau national et européen, qui ont facilité le développement des marchés de la titrisation.

Un autre facteur ayant stimulé la croissance récente de la titrisation est l'introduction de l'euro, qui a permis un accroissement de l'intégration financière et le développement d'un système financier davantage basé sur le marché. Il en a résulté une augmentation de la liquidité et du volume des titrisations par les IFM. Parallèlement, des avancées technologiques ont amélioré le traitement et la fixation des prix des données financières, ce qui a notamment permis de réduire les coûts associés à l'émission de RMBS.

Malgré cela, les IFM d'un certain nombre d'États membres de la zone euro n'ont déployé qu'une faible activité de titrisation, voire aucune. Le recours à la titrisation dépend en effet de divers éléments, dont l'encadrement législatif, mais également la structure nationale du marché des crédits hypothécaires.

Comme c'est le cas pour les *covered bonds*, l'émission de produits titrisés (RMBS) a été la plus importante pour les IFM des pays où la demande de crédits hypothécaires a été la plus forte, à savoir l'Irlande, l'Espagne et les Pays-Bas.

En Belgique, les opérations de titrisation sont restées très limitées jusqu'à la fin de 2007. Le marché relatif à ces titres était étroit et peu liquide; il ne permettait pas de compenser les coûts liés à ce type d'opérations. Cependant, dans la période récente (2008 et 2009), on a constaté un accroissement très important de l'émission de ces titres, lorsque quelques banques belges, confrontées à des problèmes aigus de liquidité, ont obtenu des fonds par des opérations de titrisation.

Globalement, les chiffres présentés ci-dessus mettent en évidence une évolution générale vers des sources de financement davantage axées sur le marché, notamment les produits structurés. L'introduction de nouvelles législations et l'adaptation de réglementations plus anciennes ont permis aux banques d'avoir recours à différentes sources de financement, favorisant la diversification et l'accès aux marchés financiers.

Le recours plus important au financement par les marchés financiers a aussi amené une extension de la maturité contractuelle moyenne des engagements et un accès plus aisé pour les investisseurs étrangers. Cela est particulièrement vrai dans les pays où le marché des crédits immobiliers s'est le plus développé au cours des dernières années (Espagne, Pays-Bas, Portugal). Parallèlement, le glissement du financement basé sur les dépôts de détail à un financement de gros a reflété l'accès plus massif au marché domestique par des épargnants étrangers et la capacité du système bancaire de financer les besoins d'emprunts du secteur domestique par le recours à des fonds venus de l'étranger⁽¹⁾.

3. Impact de la crise financière

La crise financière, apparue à l'été 2007, a profondément bouleversé les évolutions décrites ci-dessus. L'évaluation de l'ampleur avec laquelle cette crise aura contribué au renversement des tendances observées au cours de la décennie passée en ce qui concerne la structure de financement des IFM de la zone euro ne pourra se faire qu'à plus long terme.

Certes, le consommateur belge a été bien protégé, tant par une législation prudente (limites à la variation des taux, LTV relativement bas) que par une évolution relativement modeste de l'endettement hypothécaire lui-même lié à une hausse modérée du prix de l'immobilier. Malgré une légère hausse au premier semestre de

2009, le taux de défaillance est resté très bas, se chiffrant à 1,1 p.c. du nombre total de crédits enregistrés au 30 juin 2009.

Par contre, l'impact sur le *funding* des banques s'est fait sentir. Il est en effet devenu de plus en plus difficile de lever de nouveaux fonds sur les marchés financiers par le biais de produits collatéralisés ou titrisés, en raison de l'augmentation de l'aversion au risque des investisseurs et des incertitudes relatives au degré d'exposition des banques vis-à-vis des actifs mis en cause. Le volume des transactions dans les marchés dédiés à ces modes de financement s'est considérablement réduit en raison de leur manque de liquidité. En ce qui concerne les titres de créance, de juin 2007 à juin 2008, l'émission nette totale de titres à moyen ou long termes par les IFM de la zone euro s'est réduite de 64 p.c. par comparaison aux douze mois précédents.

La liquidité du marché de la titrisation s'est progressivement asséchée. Les segments caractérisés par un haut degré d'opacité et de complexité ont d'abord été atteints. Avec l'approfondissement de la crise, les autres segments du marché, dont les RMBS, ont également été touchés. L'émission de titres adossés, en particulier ceux adossés à de l'immobilier, a diminué et, en parallèle, les rendements des RMBS et des *covered bonds* se sont accrus. Selon des estimations, la majorité des titres adossés à un actif de la zone euro ont été conservés en 2008 pour être utilisés comme collatéral auprès de l'Eurosystème.

Étant de plus confrontées à un assèchement du marché interbancaire et des titres du marché monétaire, les banques ont répondu à cette situation inédite en se montrant plus agressives pour les dépôts. En parallèle, les investisseurs, dont l'aversion au risque s'est fortement accrue, se sont à nouveau tournés vers les dépôts bancaires. La profondeur de la crise a rendu patente la grande instabilité potentielle des sources de financement reposant sur le marché, mettant en particulier en évidence la vulnérabilité des prêts interbancaires aux crises de confiance qui accompagnent les périodes d'intenses turbulences financières.

La politique des autorités a beaucoup fait pour remédier à cette situation: la BCE a massivement octroyé des liquidités et les gouvernements ont veillé à restaurer la confiance dans les banques, notamment en procédant à leur recapitalisation. Il n'est toujours pas acquis d'une manière définitive que ces mesures seront suffisantes pour rétablir la confiance et éviter une restriction du crédit (hypothécaire entre autres). Pour y parvenir, les banques doivent en premier lieu s'assurer d'un *funding* stable à

(1) Par exemple, le *Banco de España* estime qu'à la fin de 2007, 66 p.c. des obligations titrisées émises par des institutions espagnoles étaient détenues par des investisseurs étrangers.

long terme, qui soit directement lié à l'activité d'octroi de crédits hypothécaires. Notamment, l'émission de *covered bonds* en Belgique devrait y contribuer. Des initiatives destinées à combler les lacunes du cadre législatif actuel sont dès lors attendues.

Bibliographie

ECB (2008), *Covered bonds in the EU financial system*, September.

ECB (2009), *Housing finance in the euro area*, Occasional paper series n° 101, March.

Summaries of articles

Deflation, a demon from bygone times or a real danger in 2009?

During the summer of 2009, Belgium and the euro area, as well as other industrialised countries, recorded negative inflation rates. Although they were the direct result of sharply falling commodity prices in the second half of 2008, policy-makers and the general public wondered whether this would be the start of a deflationary spiral. Indeed, parallels with the Great Depression in the 1930s – which was also characterised by an asset price boom-bust cycle and banking stress – were drawn.

The article explains why deflation can have dramatic consequences for the economy, gauges the current deflationary risks and discusses what the policy options are in a deflationary environment. In past centuries, deflation – when defined in a broad sense as a decline in the general price level – was a frequent phenomenon and was not always accompanied by economic hardship. When deflation is defined more narrowly as a sustained decline in the general price level that gives rise to further expected falls, it is no innocent phenomenon since it confronts an economy with a number of nominal rigidities which can trigger a deflationary spiral. One such rigidity is the lower bound on nominal interest rates which can limit the central bank's potential to stimulate the economy as real interest rates cannot fall any further. Second, the real burden of outstanding debt increases when prices fall, leading to a redistribution of wealth towards lenders who generally have a lower propensity to consume than borrowers. Third, because of money illusion, it is difficult to cut nominal wages, making the adjustment of real wages to a worsened economic situation difficult or even impossible.

As shown by available indicators, risk of deflation in the euro area seems limited. The observed negative inflation rates are not a sign of widespread price falls. Inflation expectations remain in check although inflation is expected to return rather slowly to levels consistent with price stability. Taking a broader view, the IMF deflation vulnerability indicator, which combines a range of macroeconomic indicators, shows an increased risk of deflation in all industrialised countries.

Having a quantitative definition of price stability that defines the latter as a low, but strictly positive rate of inflation – as the Eurosystem has –, helps to prevent deflation. Yet, when confronted with a deflationary threat, monetary policy has a range of tools to tackle deflationary risks. First, nominal policy rates can be lowered aggressively, until they hit the lower bound. If further stimulus is warranted after rates have been brought close to zero, central banks can resort to unconventional monetary policies, as they have done in previous months. Also fiscal policies can help to contain deflationary risks, especially to tackle banks' solvency problems if they threaten financial stability, provided that the longer-term sustainability of public finances remains intact. Finally, it must be emphasised that policy-makers have to decide on appropriate policies to deal with deflationary

risks in real time.

JEL Codes: E31, E52, E61

Key words: deflation, Great Depression, monetary policy

Regulation and competition in the retail distribution sector in Belgium

While being a key sector in all developed economies, retail trade does actually appear to be one of the reasons for Europe's lagging behind in potential output growth. One of the reasons for this lag could be regulation. By determining conditions for market access and for carrying out a commercial activity, the regulatory framework may exert some influence on both economic performance and market structure and, ultimately, on the degree of competition. The article assesses the retail trade situation in Belgium along these lines. As far as possible, Belgium's performance is compared with that of neighbouring countries and the findings are assessed by cross-matching the various sources of information available.

First, evidence from international indicators (such as those regularly published by the OECD), as well as from a review of the main legislation governing retail trade in Belgium, tend to suggest that regulation in Belgium is relatively abundant and restrictive for this sector. Operating conditions in particular appear to be more regulated than in neighbouring countries.

As regards the retail trade sector's economic performance, it should be noted that, like most other economic sectors, the retailing business in Belgium still has a higher productivity rate than in the majority of other European countries and even the United States too. However, unlike trends noted in other branches of activity, this favourable position has been gradually eroded over the last ten years. It does actually seem that Belgium's main problem lies in its inability to improve the efficiency of the production factors being used.

However, looking more closely at the food retailing sub-sector, no striking anomalies are noted in the market structure and the degree of competition in Belgium. Even though the overall indicators point to some concentration at national level, local competition – assessed with an original approach applied to detailed data – appears to be quite strong; only a few sales outlets have a dominant position. Moreover, the non-specialised food retail sector has a growing number of big shops, as well as an increasing number of hard discounters and a larger share of generic brand products in traditional retail outlets.

Using detailed consumption price data from CityData and Eurostat, this analysis throws up evidence that prices charged by the retail sector are higher in Belgium than in the three neighbouring countries and the euro area as a whole. There have also been signs of a recent deterioration in the differential between prices in Belgian supermarkets and prices charged by German and Dutch supermarkets in particular. Adverse developments in labour costs in Belgium and higher retail business margins can go some way to explaining the trend in price differentials compared to Germany, where hard discounters are more common. Then again, the sharp deterioration in the price differentials between Belgium and the Netherlands recorded in supermarkets can largely be explained by the price war that raged between the major Dutch retail groups from October 2003 to December 2006.

Overall, it therefore appears that the actual influence of specific regulatory requirements for the retail trade on the efficiency of the sector, on the degree of competition and, ultimately, on consumer prices needs to be looked at very carefully. On the one hand, simplifying regulations in force in Belgium would no doubt break down the barriers to entry without necessarily impeding other policy objectives. On the other hand, the performance of the retail distribution sector must be

examined taking account of the specific features of the economy, such as population density and cultural preferences.

JEL Codes: L81, K23, L11, O47

Key words: retail, regulation, market structure, pricing, productivity

The Belgian mortgage market in a European perspective

Housing loans are by far the largest liability of households, and they make up a large part of bank lending. Housing-related borrowing has implications for the transmission channels through which monetary policy affects financing conditions and, ultimately, real activity and price developments.

The article presents the main results of the latest Structural Issue Report compiled at European level, entitled "Housing finance in the euro area". It analyses the main developments in housing finance in Belgium, compared with those elsewhere in the euro area, over the period from 1999 to 2007, looking at mortgage indebtedness, features of housing loans (including fixed versus variable rate loans, maturity, loan-to-value ratios, redemption schemes, spreads on housing loans) and also at the way in which banks have financed these loans.

Households' debt for house purchase has increased in most euro area countries over recent years. Various factors account for this strong growth, such as lower interest rates, income and population growth and the effects of past deregulation and liberalisation that broadened the scope of both suppliers of mortgage loans and loan products. Moreover, some common trends in the characteristics of housing loans can be observed in the 15 euro area countries, namely a lengthening of maturities, an increase in the loan-to-value ratios and greater flexibility in repayment schedules. However, there are still substantial differences across countries, for instance, as regards the share of variable rate contracts.

On the other hand, the funding of housing loans has changed markedly in the euro area over the last decade, with a rapid increase in the issuance of mortgage-covered bonds and securitisation of loans for house purchase. Nevertheless, retail deposits are still the main source of financing for loans. Considerable cross-country diversity in funding sources can still be observed, partly reflecting differences in legislation on new sources of funding, but also differences in consumers' preferences for safe deposit investment, differences in mortgage demand dynamics and, to some extent, differences in borrowers' preferences for fixed or variable interest rate loans.

The data mostly refer to the situation prevailing before the start of the turmoil in the summer of 2007. The financial market crisis has had a deep impact on the afore-mentioned developments in the mortgage finance market. Some considerations about the way in which the financial crisis is affecting mortgage markets are given at the end of the paper. For instance, it may actually contribute to reversing the changes in the funding structure of euro area banks, and shifting this structure towards more traditional and less volatile sources of finance.

JEL Codes: G 21

Key words: bank lending, mortgage, mortgage markets

Towards more environmental taxation ?

The article provides an overview of the use and relevance of environmental taxes in Belgium as well as in Europe. It first of all looks into the implications of opting for environmental taxation compared to more conventional environmental policy instruments.

According to the analysis, no increase in proceeds from environmental taxes over the last decade can be found either in Belgium or the EU taken as a whole. The declining trend in the importance of environmental taxes is mainly a result of the decreasing energy intensity of the economy. However, use is being made of a gradually expanding range of environmental taxes on different products. In the article, attention is also paid to the Kyoto Protocol and the emissions trading scheme in the EU.

Looking ahead to the future, more work on green taxation should be recommended in order to meet environmental objectives, partly because of budgetary austerity and the "polluter-pays" principle and certainly in view of the greenhouse gas emission reduction commitments that have been entered into.

JEL Codes: H39, Q58

Key words: environmental taxes, Kyoto Protocol, environmental policy, Belgium

The economic recovery plans

Economic recovery plans make up an important part of the wide-ranging package of measures that economic policy-makers worldwide have taken in response to the financial and economic crisis.

More specifically, the EU Member States have either approved or announced fiscal measures to boost economic growth amounting to a total of 1.1 p.c. of GDP in 2009 and 0.7 p.c. of GDP in 2010 for the EU as a whole. In the United States, the cumulative budgetary cost of the recovery measures over 2009 and 2010 should reach 5.4 p.c. of GDP. However, fiscal support for economic activity through the automatic stabilisers is greater in the EU than in the US.

A comparison of policy responses, as regards both the scope and composition of the recovery plans, shows that there are significant divergences amongst the EU Member States themselves. Differences in terms of the extent of the recovery plans are in accordance with the European economic recovery plan's call for account to be taken of differences in initial budgetary positions when drafting the national plans. Moreover, the European recovery plans consist of a wide range of measures, which, on the whole, are quite evenly distributed over the revenue and expenditure sides of the equation.

The growth-supporting measures may be able to ease the recession in the short term, but the impact they will have is uncertain and possibly even fairly limited. An optimum effect of the recovery plans on economic growth in the short term would only really be reached if a number of preconditions are met first. So it is clear that the growth-stimulating measures need to be timely, temporary and targeted, conditions that are not always met. Furthermore, the effectiveness of the measures taken is to a large extent determined by the reactions from private economic agents. In this respect, an essential precondition is for there to be no doubt about the sustainability of government finances over the long run. However, combined with the already weak budget positions that some countries had to start with, the economic recovery plans and the effect that the recession has on the budget situation via the relatively large automatic stabilisers have seriously affected the state of public finances in many countries.

JEL Codes: E60, E61, E62, E63, E65, E66

Key words: fiscal stimulus, financial and economic crisis, EERP (European Economic Recovery Plan)

Abstracts of the working papers series

165. Understanding inflation dynamics: Where do we stand?, by M. Dossche, June 2009

The author summarizes recent progress made in the literature on inflation dynamics. This has been a very productive area of research due to the development of the so-called New Keynesian model and the availability of new macroeconomic and microeconomic evidence. Nevertheless, a number of problems still subsist. In particular the importance of temporary price markdowns to inflation dynamics and the characteristics of the information set price-setters use for their price adjustment decision currently constitute unresolved issues.

166. Input-output connections between sectors and optimal monetary policy, by E. Kara, June 2009

The paper considers the monetary policy implications of a model that features input-output connections between stages of production, so that a distinction between consumer prices index (CPI) inflation and producer prices index (PPI) inflation arises. More specifically, it addresses the policy conclusion by K. Huang and Z. Liu [2005, Inflation targeting: What inflation rate to target, *Journal of Monetary Economics* 52], which states that central banks should use an optimal inflation index that gives substantial weight to stabilising both CPI and PPI. It argues that these authors' findings rely on the assumption that producer prices are as sticky as consumer prices and it also shows that, once empirically relevant frequencies of price adjustment are used to calibrate the model, CPI inflation receives substantial weight in the optimal inflation index. Moreover, this rule is remarkably robust to uncertainty regarding the model parameters, whereas the policy rule proposed by Huang and Liu can result in heavy welfare losses.

167. Back to the basics in banking? A micro-analysis of banking system stability, by O. De Jonghe, June 2009

The paper analyzes the relationship between banks' divergent strategies toward specialization and diversification of financial activities and their ability to withstand a banking sector crash. The author first generates market-based measures of banks' systemic risk exposures using extreme value analysis. Systemic banking risk is measured as the tail beta, which equals the probability of a sharp decline in a bank's stock price conditional on a crash in a banking index. Subsequently, the impact of (the correlation between) interest income and the components of non-interest income on this risk measure is assessed. The heterogeneity in extreme bank risk is attributed to differences in the scope

of non-traditional banking activities: non-interest generating activities increase banks' tail beta. In addition, smaller banks and better-capitalized banks are better able to withstand extremely adverse conditions. These relationships are stronger during turbulent times compared to normal economic conditions. Overall, diversifying financial activities under one umbrella institution does not improve banking system stability, which may explain why financial conglomerates trade at a discount.

168. [Model misspecification, learning and the exchange rate disconnect puzzle](#),
by V. Lewis, A. Markiewicz, July 2009

Rational expectations models fail to explain the disconnect between the exchange rate and macroeconomic fundamentals. In line with survey evidence on the behaviour of foreign exchange traders, the authors introduce model misspecification and learning into a standard monetary model. Agents use simple forecasting rules based on a restricted information set. They learn about the parameters and performance of different models and can switch between forecasting rules. The authors compute the implied post-Bretton Woods US dollar-pound sterling exchange rate and show that the excess volatility of the exchange rate return can be reproduced with low values of the learning gain. Both assumptions, misspecification and learning, are necessary to generate this result. However, the implied correlations with the fundamentals are higher than in the data. Including more lags in the model tends to tip the balance of the findings slightly towards rational expectations and away from the learning hypothesis.

169. [The use of fixed-term contracts and the labour adjustment in Belgium](#), by E. Dhyne,
B. Mahy, July 2009

The paper aims to document and analyse the use of fixed-term contracts (FTC) and to analyse the dynamics of labour adjustment by type of labour contract at the firm level, drawing on the detailed breakdown of both the labour force and labour entries and exits that are available in the "Belgian Firms' Social Balance Sheets" dataset. It also aims to investigate the structure of labour adjustment costs by type of labour contract, using the methodology proposed by Goux, Maurin and Pauchet (2001). Results first indicate that flexible labour contracts are not only used to facilitate short-term labour adjustment but also as a screening device. The findings also suggest that when a firm decides to introduce flexible labour into its production process, it does also this to meet long-run objectives such as implementing minimising costs innovations. It is further estimated that the introduction of FTCs does not seem to affect the speed of indefinite-term contracts (ITC) adjustment. The results also tend to indicate that the FTC is a key adjustment variable in response to cost shocks and to unexpected demand fluctuations while, in response to expected fluctuations in output, firms then prefer to adjust their level of permanent employment. Finally, and as far as the structure of labour adjustment costs in Belgium is concerned, the marginal recruitment cost under an ITC represents 12.4 p.c. of the marginal termination cost of ITC, while the marginal cost associated with the recruitment under an FTC only accounts for 0.8 p.c. of its ITC counterpart.

170. [Analysis of business demography using markov chains: an application to Belgian data](#), by F. Coppens, F. Verduyn, July 2009

The paper applies the theory of finite Markov chains to analyse the demographic evolution of Belgian enterprises. While other methodologies concentrate on the entry and exit of firms, the Markov approach also analyses migrations between economic sectors. Besides helping to provide a fuller picture of the evolution of the population, Markov chains also enable forecasts of its future composition to be made, as well as the computation of average lifetimes of companies by branch of activity.

The method is applied to Belgian data from the Crossroads Bank for Enterprises (CBE). To ensure compliance with Eurostat-OECD definitions, only 'active' enterprises, i.e. enterprises with a positive turnover and/or at least one employee, are considered. The forecasting method is applied to simulate the demographic evolution of the CBE population between 2000 and 2006. This simulation seems to match well the observed changes. Taking migrations into account yields better forecasts than if they are not considered. Moreover, several off-diagonal percentages in the transition matrix are significantly different from zero. A case study shows that these migrations are changes in main activity and not the consequence of corrections of wrongly classified firms.

Next, the average remaining lifetime and the average age of enterprises in a particular branch of activity is computed and analysed. These lifetimes and ages differ considerably across branches. As expected the life-times of public services are longer than average. Shorter lifetimes combined with an increasing number of enterprises is an indication of renewal inside the branch. A low average age is a sign of relatively new branches. Comparing age to total expected lifetime yields an indicator of closeness to extinction. This might be an indicator of the maturity of the branch.

The method is more generally applicable in the sense that it can be used to analyse other populations than those from the CBE and other partitions of the population.

171. A global assessment of the degree of price stickiness – results from the NBB business survey, by E. Dhyne, July 2009

The author estimates the degree of price stickiness in Belgium using the NBB business survey. Compared to similar empirical exercises based on consumer or producer price data, the micro data set used allows us to cover most of the Belgian economy in one exercise and therefore provides a better estimate of the overall degree of price stickiness. Based on the author's estimates, 19.2 p.c. of prices are changed each month. In the manufacturing sector and the trade sectors, the frequency of price changes is close to 24.5 p.c. In the construction sector the frequency of price changes is close to 20.5 p.c. and in the business-to-business service sectors it is almost 9 p.c. Econometric analyses of the determinants of the sectoral frequency of price changes indicate, on the one hand, that the cost structure is the main explanatory variable of the sectoral discrepancies. On the other hand, the author finds that domestic competition does not seem to explain an excess or shortage of price changes at the sectoral level.

172. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2007, by C. Mathys, July 2009

The National Bank of Belgium publishes an annual update of the study of the economic importance of the Flemish maritime ports – Antwerp, Ghent, Ostend and Zeebrugge – the port of Brussels and the Liège port complex.

Each port's contribution to the national economy is estimated on the basis of the analysis of its economic, social and financial situation over the period from 2002 to 2007. The three variables concerned in the main developments are value added, employment and investment. The study also highlights the port sector's indirect effects in terms of value added and employment. The social balance sheet is briefly summarised in one section. The analysis of the financial results is based on the return on equity, liquidity and solvency ratios, and a synthetic indicator of financial health.

173. [Evaluating a monetary business cycle model with unemployment for the euro area](#), by N. Groshenny, July 2009

The paper estimates a medium-scale dynamic stochastic general equilibrium model with search unemployment by matching model and data spectra. Price mark-up shocks emerge as the main source of business-cycle fluctuations in the euro area. Key factors in the propagation of these disturbances are a high degree of inflation indexation and a persistent response of monetary policy to deviations from the inflation target.

174. [How are firms' wages and prices linked: Survey evidence in Europe](#), by M. Druant, S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins, R. Sabbatini, August 2009

The paper presents new evidence on the patterns of price and wage adjustment in European firms and on the extent of nominal rigidities. It uses a unique dataset collected through a firm-level survey conducted in a broad range of countries and covering various sectors. Several conclusions are drawn from this evidence. Firms adjust wages less frequently than prices: the former tend to remain unchanged for about 15 months on average, the latter for around 10 months. The degree of price rigidity varies substantially across sectors and depends strongly on economic features, such as the intensity of competition, the exposure to foreign markets and the share of labour costs in total cost. Instead, country specificities, mostly related to the labour market institutional setting, are more relevant in characterising the pattern of wage adjustment. The latter exhibits also a substantial degree of time-dependence, as firms tend to concentrate wage changes in a specific month, mostly January in the majority of countries. Wage and price changes feed into each other at the micro level and there is a relationship between wage and price rigidity.

Signes conventionnels

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

Liste des abréviations

Pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
EE	Estonie
LV	Lettonie
LT	Lituanie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE	Union européenne
AU	Australie
CA	Canada
CH	Suisse
KO	Corée du Sud
IS	Islande

MX	Mexique
NO	Norvège
NZ	Nouvelle-Zélande
TR	Turquie
US	États-Unis
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré depuis 2004
UE25	Union européenne, à l'exclusion de la Bulgarie et de la Roumanie

Autres

AAE	Agricultural and Applied Economics, UW Madison
BCE	Banque centrale européenne
BEI	Banque européenne d'investissement
BLS	Bank Lending Survey
BNB	Banque nationale de Belgique
CE	Commission européenne
CO ₂	Dioxyde de carbone
COICOP	Classification of Individual Consumption by Purpose Adapted to the Needs
CSEND	Comité socio-économique national pour la distribution
CPB	Centraal Planbureau
DGSIE	Direction générale Statistique et information économique, (SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie)
ECB	European Central Bank
Eonia	Euro Overnight Index Average
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FMI	Fonds monétaire international
GGDC	Groningen growth and development center
GPS	Global Positioning System
IFM	Institutions financières monétaires
IHH	Indice de Herfindahl-Hirschman
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
KVH	Kamer van Koophandel
Libor	London Interbank Offered Rate
LTV	Loan-to-Value Ratio
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne
NBER	National Bureau of Economic Research
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligation linéaire
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

LISTE DES ABRÉVIATIONS

PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PMR	Product Market Regulation
PTF	Productivité totale des facteurs
R&D	Research and Development
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
SIR	Structural issues report
SPF	Service public fédéral
SPV	Special purpose vehicle
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UKCC	United Kingdom Competition Commission
UPC	Union professionnelle du crédit

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise : 0203.201.340
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be



Éditeur responsable

Jan Smets

Directeur

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

Personne de contact pour la Revue

Philippe Quintin

Chef du département Communication et secrétariat

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

© Illustrations: Philippe Debeerst
Banque nationale de Belgique

Couverture et mise en page : BNB TS – Prepress & Image

Publié en septembre 2009

