

Revue économique

Juin 2012



© Banque nationale de Belgique

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

ISSN 1372-3162

Table des matières

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE – PRINTEMPS 2012	7
CE QUE LE RECOURS À LA FACILITÉ DE DÉPÔT PEUT NOUS APPRENDRE, ET CE QU'IL NE NOUS APPREND PAS	31
LA POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO DURANT LA CRISE	39
LA RÉFORME DE LA LOI DE FINANCEMENT DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS	65
CONSTITUTION D'ACTIFS PAR LES MÉNAGES DURANT LA CRISE FINANCIÈRE	87
NOUVELLES ÉVOLUTIONS DE LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE DE L'UNION EUROPÉENNE	103
SUMMARIES OF ARTICLES	125
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	131
SIGNES CONVENTIONNELS	135
LISTE DES ABRÉVIATIONS	137

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2012

Introduction

Alors que la situation économique des principales zones économiques du monde s'est quelque peu raffermie au cours des six derniers mois, celle de la zone euro n'a cessé de susciter de lourdes craintes, même si les actions entreprises par la BCE depuis décembre 2011, et principalement les octrois de liquidités pour des échéances plus longues, ont soutenu la confiance dans les institutions financières et réduit le risque d'étranglement du crédit. Associées à des mesures arrêtées au niveau de l'UE et destinées à renforcer les mécanismes de financement d'urgence et de stabilisation financière, les actions des autorités monétaires et des gouvernements ont permis de contenir les tensions financières qui s'étaient de nouveau très fortement avivées en novembre 2011.

Toutefois, si elles sont susceptibles de limiter les effets de contagion et offrent un peu de répit, ces mesures ne constituent pas une panacée pour résoudre les problèmes structurels sous-jacents auxquels sont confrontées les économies de la zone euro. Au-delà de la mise en place d'une gouvernance économique et budgétaire plus stricte dans l'UE et dans la zone euro, c'est la capacité des États de mettre en œuvre des politiques décisives qui est primordiale à cet égard, de manière à asseoir les perspectives des agents économiques. Selon les cas, il s'agit de poursuivre la consolidation des finances publiques, de restructurer les institutions financières et/ou d'accroître la compétitivité et le potentiel de croissance des économies.

Dès lors que les mesures de sauvegarde sont largement définies et que leur implémentation est en cours, ce sont les défis structurels, dont l'ampleur varie selon les pays, qui retiennent depuis le printemps l'attention des

marchés financiers, parfois dans un contexte d'instabilité politique. Ainsi, les tensions se sont de nouveau aggravées sur certains marchés de la dette souveraine. Par ailleurs, la demande mondiale a également traversé une nouvelle phase de faiblesse lors du passage de 2011 à 2012, et les cours du pétrole sont demeurés à des niveaux élevés, en raison, notamment, des incertitudes de nature géopolitique qui entachaient l'approvisionnement.

Ces différents facteurs ont pesé sur les perspectives économiques au moment où étaient établies les nouvelles projections de l'Eurosystème, dont les résultats pour la zone euro sont publiés dans le Bulletin de la BCE de juin 2012. Partant de l'hypothèse que les tensions financières ne s'alourdiront pas, elles laissent entrevoir une lente amélioration de la situation économique dans le courant de 2012, qui se raffermirait quelque peu en 2013. Compte tenu des ajustements nécessaires dans beaucoup de pays, elle s'appuierait initialement sur la demande du reste du monde, mais aussi sur l'Allemagne. Des divergences importantes existent en effet au sein de la zone euro, même si des progrès ont été réalisés, et devraient se poursuivre, dans la résorption des déséquilibres macroéconomiques.

En Belgique, le ralentissement conjoncturel a été relativement limité à la fin de 2011, et, selon l'estimation initiale de l'ICN, le PIB a progressé de 0,3 % au premier trimestre de 2012, alors qu'il a stagné dans la zone euro. Plus fondamentalement, par rapport aux exercices précédents, l'installation d'un gouvernement de plein exercice, le 6 décembre 2011, a réduit l'incertitude politique qui régnait depuis plusieurs années. Certes, les mesures d'assainissement budgétaire décidées par le nouveau gouvernement grèvent quelque peu les revenus et la demande à

court terme, mais, conjuguées aux réformes structurelles amorcées en matière de chômage et de pensions, elles constituent une étape essentielle pour asseoir durablement les fondements de l'économie. Elles ont d'ailleurs contribué à améliorer la position des titres publics belges sur les marchés financiers au cours des derniers mois.

Annoncées après la clôture de l'exercice précédent, ces différentes mesures n'avaient pu être prises en compte dans les projections pour 2012 de décembre 2011. Aussi une actualisation sommaire en a-t-elle été publiée à la mi-février 2012, sans toutefois que les prévisions relatives à l'environnement international ou les hypothèses techniques ne soient revues. Les nouvelles projections présentées dans cet article portent sur 2012 et sur 2013. Elles ont été clôturées le 24 mai 2012, sur la base d'hypothèses de l'Eurosystème arrêtées le 15 mai. Ces dernières sont décrites dans un encadré de la section 1, laquelle traite plus largement de l'environnement international et des projections pour la zone euro. Les trois sections suivantes sont consacrées aux résultats pour la Belgique. La section 2 montre que l'évolution de l'activité en Belgique resterait bridée par la demande intérieure en 2012 et, dans une moindre mesure, en 2013. Dans ce contexte, une hausse limitée du chômage est attendue. À 0,6 % en 2012 et à 1,4 % en 2013, la croissance du PIB resterait cependant supérieure à celle prévue pour la zone euro. L'inflation (section 3), partant d'un niveau élevé en 2011 et au début de 2012, décélérerait progressivement à mesure que s'estompent les effets de la hausse des cours du pétrole. Compte tenu de l'hypothèse, retenue dans cet exercice, d'une évolution très modérée en termes réels, les coûts salariaux suivraient une trajectoire parallèle. En ce qui concerne les finances publiques (section 4), le déficit serait de 2,8 % en 2012 et de 3,1 % en 2013. À cet égard, il convient de rappeler que les projections pour les finances publiques sont établies en tenant compte des seules mesures formellement décidées par les autorités et dont les modalités de mise en œuvre sont suffisamment précises. La dernière section rappelle quels sont les facteurs de risque qui entachent les perspectives économiques. Ceux-ci sont particulièrement importants dans le contexte actuel ; ils portent essentiellement sur la définition et sur la réalisation des mesures qui doivent absolument être prises dans la zone euro pour contenir et apaiser la crise de la dette souveraine et la propagation de celle-ci aux institutions financières. La Belgique est directement exposée aux aléas des partenaires européens. En outre, les efforts visant à ramener la dette publique sur une voie soutenable à long terme doivent être poursuivis, de même que ceux portant sur la restructuration des institutions financières et sur le renforcement du potentiel de croissance et de la compétitivité de l'économie.

1. Environnement international

1.1 L'économie mondiale

La reprise économique modérée qui s'est dessinée après la grande récession de 2008-2009 s'est poursuivie en 2011, quoiqu'à un rythme plus lent. L'expansion de l'activité a été freinée, notamment, par la disparition de l'incidence positive de la reconstitution des stocks en 2010 et par une politique budgétaire de plus en plus axée sur l'assainissement. Une série de facteurs temporaires, dont la flambée des prix des matières premières au cours des quatre premiers mois de l'année, qui a grevé le pouvoir d'achat des ménages et a bridé leur consommation, ainsi que le tremblement de terre et le tsunami au Japon, ont également donné lieu, dès le printemps, à un recul de l'activité économique et du commerce international. La décélération de la croissance a été plus marquée dès l'été, sous l'effet de l'intensification des turbulences sur les marchés financiers et de l'effritement de la confiance. Ce regain de nervosité était né de doutes quant à la capacité des responsables politiques de résoudre les problèmes liés à la soutenabilité de la dette publique. Le débat sur le relèvement du plafond de la dette publique fédérale aux États-Unis et les discussions qui ont entouré la mise en place de mécanismes de sauvegarde pour les pays de la zone euro en difficulté de financement ont renforcé l'incertitude.

Cette crise de la dette publique a provoqué sur les marchés financiers des tensions concentrées principalement sur les obligations souveraines des États membres de la zone euro. Ces évolutions ont, de nouveau surtout dans la zone euro, lourdement frappé les établissements financiers, qui détiennent de larges portefeuilles de titres publics. Les inquiétudes quant à la soutenabilité des finances publiques et les craintes relatives à la solidité des établissements financiers se sont étroitement imbriquées, et nombre de ces établissements ont éprouvé des difficultés pour se financer sur les marchés interbancaires. Des préoccupations se sont fait jour concernant l'incidence négative que ces problèmes pourraient exercer sur l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages, ainsi que sur l'activité économique. Les tensions régnant sur les marchés financiers ont atteint un sommet en novembre 2011, avec les craintes d'un éclatement de la zone euro et d'une défaillance d'un établissement financier systémique.

Face à l'intensification des tensions, plusieurs banques centrales ont adopté des mesures afin de résoudre les problèmes de liquidité dans la zone euro et de soutenir l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages. À cet égard, il convient surtout d'épingler les mesures annoncées par

la BCE à l'issue de sa réunion du 8 décembre. Outre l'adoption de deux opérations exceptionnelles de refinancement à plus long terme d'une durée de 36 mois selon la procédure où la totalité des soumissions est servie, elle a annoncé l'élargissement de l'éventail des actifs admis en garantie par les banques centrales de l'Eurosystème et l'abaissement du taux de réserves obligatoires des établissements de crédit, de 2 à 1 %⁽¹⁾. Peu avant, six banques centrales de premier plan avaient, de manière coordonnée, abaissé de 50 points de base le taux appliqué dans le cadre du dispositif temporaire d'échange réciproque de devises en dollars des États-Unis et prolongé la période de disponibilité de ce financement.

En plus des mesures adoptées par les banques centrales, une série d'initiatives politiques ont permis d'atténuer l'incertitude politique et d'améliorer le climat sur les marchés financiers. Tout d'abord, lors du Conseil européen de début décembre, les chefs d'État ou de gouvernement des États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni⁽²⁾, se sont mis d'accord sur un nouveau pacte budgétaire. L'obligation d'équilibre budgétaire structurel constitue un pan important de cet accord⁽³⁾. Par ailleurs, les autorités grecques ont conclu, en février 2012, un accord avec les créanciers privés concernant la restructuration de la dette publique du pays (PSI), et un deuxième programme d'aide de 130 milliards d'euros a été approuvé par l'Eurogroupe. De surcroît, le plafond de capacité de crédit total du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et du Mécanisme européen de stabilité (MES) a été porté à 700 milliards d'euros, et des ressources supplémentaires ont été mobilisées pour le FMI. Enfin, plusieurs pays ont pris des mesures budgétaires ou structurelles additionnelles. Ces mesures ont permis un retour progressif de la confiance et un recul de l'aversion pour le risque. La fuite vers les placements considérés comme sûrs s'est ainsi ralentie, et une amélioration graduelle s'est fait jour sur les marchés financiers dès la fin de 2011. Les écarts de rendement des obligations souveraines vis-à-vis du Bund allemand se sont resserrés, les marchés de financement des banques ont partiellement rouvert, le cours de change de l'euro s'est apprécié et les cours des actions se sont redressés. Parallèlement à l'embellie sur les marchés financiers, une légère amélioration du climat économique a été relevée, avec un rebond du commerce international et d'une série d'indicateurs de confiance.

(1) Les mesures prises par la BCE sont commentées dans l'article intitulé « La politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro durant la crise ».

(2) Finalement, le nouveau traité intergouvernemental n'a été ratifié que par 25 pays de l'UE, et pas par le Royaume-Uni et la République tchèque.

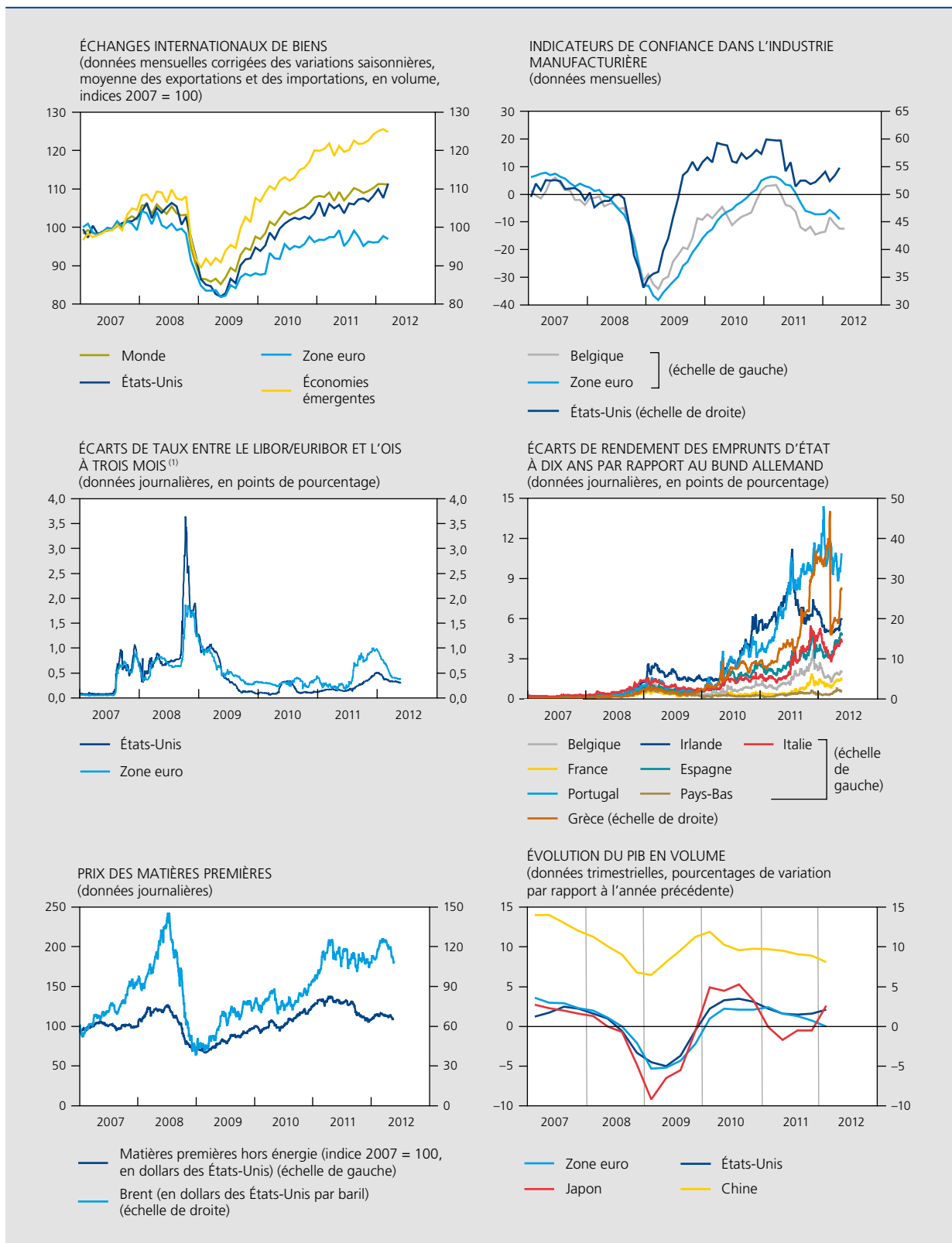
(3) Pour une description plus détaillée des initiatives prises dans l'UE sur le plan institutionnel, cf. l'article intitulé « Nouvelles évolutions de la gouvernance économique de l'Union Européenne ».

En dépit de cette embellie, le fonctionnement de la plupart des marchés était loin d'être normalisé, et la situation économique et financière restait fragile. En effet, les mesures susmentionnées ont certes conféré un certain apaisement, mais elles n'ont pas apporté de solution structurelle aux problèmes (bulle sur les marchés de l'immobilier, dégradation de la compétitivité, endettement dans les secteurs public et privé) auxquels sont confrontés plusieurs pays de la zone euro. Cela s'est confirmé lorsque la situation a à nouveau commencé à se détériorer sur les marchés financiers dans le courant de mars 2012, sur fond de nouvelles incertitudes quant aux prévisions économiques et aux finances publiques en Espagne. Cela a constitué le facteur déclencheur d'une résurgence de la crise de la dette publique dans la zone euro et d'une nouvelle fuite vers les placements considérés comme sûrs. Les incertitudes politiques en Grèce ont encore exacerbé les tensions dès la fin du mois d'avril. Ces développements ont entraîné un repli de la confiance et une dégradation des perspectives économiques au deuxième trimestre de 2012.

L'évolution des prix des matières premières depuis la fin de 2011 reflète, dans une large mesure, celle de l'activité économique et les prévisions. Après s'être tassés dans le courant de 2011, les prix des matières premières se sont redressés dès la fin de cette même année. La hausse a été la plus marquée pour le pétrole brut. Des facteurs spécifiques du côté de l'offre, tels que les tensions géopolitiques dans plusieurs pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (Iran, Soudan du Sud, Lybie, Yémen, etc.) et le recul de la production en mer du Nord, ont joué un rôle majeur. Les prix des autres matières premières ont également augmenté. En mars, ces prix ont toutefois commencé à baisser, sous l'influence de chiffres économiques moins favorables, et, pour ce qui est du pétrole brut, d'une série d'initiatives visant à accroître l'offre.

L'inflation des prix à la consommation s'est ralentie dans le monde à partir de la deuxième moitié de 2011, en grande partie sous l'effet de l'évolution des prix des matières premières. La politique monétaire a dès lors pu être plus accommodante. Ainsi, la BCE a ramené à 1 % le taux des opérations principales de refinancement au terme de deux baisses de 25 points de base chacune, en novembre et en décembre. Les banques centrales des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon ont élargi leurs mesures non conventionnelles pour soutenir l'économie. Plusieurs pays émergents ont aussi assoupli leur politique monétaire. La banque centrale chinoise a, dès la fin de 2011, abaissé en trois étapes le coefficient de réserves obligatoires des grandes banques, le ramenant de 21,5 à 20 %. La politique a également été assouplie en Inde et au Brésil. Dans la mesure où les anticipations d'inflation

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS, CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE, COMMERCE INTERNATIONAL ET DÉVELOPPEMENTS CONJONCTURELS



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Écarts entre le Libor/Euribor à trois mois et le taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de swaps de taux d'intérêt qui perçoit les taux au jour le jour pour une durée de trois mois.

demeurent ancrées, la politique monétaire pourra sans doute rester accommodante dans les prochains mois, afin de continuer de soutenir la fragile reprise économique. La réduction du déficit budgétaire, qui est nécessaire pour garantir la soutenabilité de la dette publique, ainsi que l'assainissement des bilans du secteur privé dans plusieurs pays, continueront de freiner l'évolution de la demande pendant la période couverte par ces prévisions.

Les perspectives de croissance font dès lors état d'une expansion modérée du PIB mondial, avec, selon la CE, un nouveau ralentissement de l'activité en 2012, à 3,3 %, et un léger rebond en 2013, à 3,7 %. La croissance aux États-Unis et au Japon serait, en 2012 surtout, nettement supérieure à celle attendue dans l'Union européenne et dans la zone euro, où l'on prévoit, respectivement, une croissance nulle et une croissance négative de 0,3 %.

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

	2011	2012	2013
	Réalisations	Projections	
PIB en volume			
Monde	3,7	3,3	3,7
dont:			
États-Unis	1,7	2,0	2,1
Japon	-0,7	1,9	1,7
Union européenne	1,5	0,0	1,3
Chine	9,2	8,4	8,2
Inde	6,9	6,8	7,5
Russie	4,3	3,6	3,8
Brésil	2,7	3,1	4,2
<i>p.m. Importations mondiales ..</i>	6,8	4,1	5,7
Inflation⁽¹⁾			
États-Unis	3,2	2,5	2,0
Japon	-0,3	-0,3	0,8
Union européenne	3,1	2,6	1,9
Chine	5,4	3,3	3,0
Taux de chômage⁽²⁾			
États-Unis	9,0	8,2	8,0
Japon	4,9	4,8	4,7
Union européenne	9,7	10,3	10,3

Sources: CE, FMI.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

L'Europe en général et la zone euro en particulier constituent le maillon faible en ce qui concerne les perspectives de l'activité économique. Une reprise graduelle est attendue dans le courant de l'année dans la zone euro, tirée par la demande extérieure, le faible niveau des taux d'intérêt et les mesures adoptées pour soutenir l'économie. Cette prévision masque toujours des écarts substantiels entre les États membres. Plusieurs pays, dont l'Allemagne est le plus important, afficheraient une croissance positive, quoique modérée, en 2012 et en 2013. En revanche, dans d'autres pays, dont la Grèce et l'Espagne, le PIB se contracterait durant cette période. Ces différences reflètent les graves déséquilibres sous-jacents qui se sont constitués dans la zone euro depuis sa création en 1999 et dont on n'a pris la pleine mesure de l'importance qu'après l'éclatement de la crise économique et financière. Depuis, les pays périphériques de la zone euro, en particulier, affichent un moindre dynamisme, la croissance de l'activité y étant freinée par d'importantes corrections aux bilans des secteurs public et privé. Les progrès enregistrés ces dernières années en matière d'amélioration de la compétitivité et de réduction de niveaux d'endettement excessifs ont été inégaux et doivent être poursuivis pour permettre un développement économique équilibré et soutenable à long terme. Ces ajustements continueront de peser sur l'activité dans ces économies, ce qui élargit les différences de performances entre les différents pays. De ce fait, contrairement à la situation aux États-Unis et au Japon, le chômage dans l'Union européenne demeurerait à un niveau élevé, et il pourrait même augmenter encore.

1.2 Projections de l'Eurosystème pour la zone euro

Après avoir reculé au quatrième trimestre de 2011, l'activité a stagné dans la zone euro considérée dans son ensemble au premier trimestre de 2012. Ce résultat masque toutefois des divergences notables au sein de la zone, la croissance du PIB étant négative dans les pays en proie à des ajustements importants.

Selon les projections de l'Eurosystème, l'activité ne se renforcerait que de manière limitée au second semestre de 2012, avant d'entamer une expansion un peu plus vigoureuse en 2013. Ainsi, après une progression de 1,5 % en 2011, la croissance du PIB s'établirait entre -0,5 et 0,3 % en 2012 et entre 0 et 2 % en 2013.

L'inertie de l'activité en 2012 s'explique par la faiblesse de la demande intérieure au sein de la zone euro. Comme cela avait déjà été le cas en 2011, la consommation privée est affectée à la fois par l'inflation élevée, par l'incertitude générale et par les effets directs de la consolidation budgétaire, via notamment la consommation publique. Dans

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Zone euro			p.m. Belgique		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Inflation (IPCH)	2,7	2,3 / 2,5	1,0 / 2,2	3,5	2,6	1,5
PIB en volume	1,5	-0,5 / 0,3	0,0 / 2,0	2,0	0,6	1,4
dont:						
Consommation privée	0,2	-0,7 / -0,1	-0,4 / 1,4	0,9	0,5	0,7
Consommation publique	-0,3	-0,7 / 0,3	-0,7 / 0,7	0,6	0,4	1,6
Investissements	1,6	-3,2 / -1,0	-0,8 / 3,8	5,2	0,8	1,4
Exportations	6,3	1,2 / 5,0	1,1 / 8,9	4,4	0,0	4,5
Importations	4,1	-0,7 / 2,9	0,9 / 7,9	5,1	0,3	4,1

Sources: BCE, BNB.

ce contexte, les investissements se contracteraient en 2012, aux niveaux tant des logements que des investissements des entreprises et des pouvoirs publics. L'anémie de la demande intérieure bridant lourdement l'évolution des importations, les exportations nettes apporteraient toutefois une contribution positive – mais insuffisante – à la croissance du PIB. Pour leur part, les exportations de biens et de services se renforceraient dans le courant de l'année, après avoir été touchées par l'atonie temporaire de la demande extérieure à la fin de 2011 et au début de 2012.

Un rééquilibrage des sources de croissance s'amorcerait en 2013, grâce à des taux d'intérêt faibles, à l'effet favorable sur le pouvoir d'achat du recul attendu de l'inflation et à un certain apaisement de l'incertitude. Les projections

reposent en effet aussi sur l'hypothèse que la crise financière ne s'aggraverait pas.

Pour sa part, l'inflation est demeurée supérieure à 2,5 % tout au long de 2011 et durant les quatre premiers mois de 2012. Elle a été largement alimentée par le niveau soutenu des cotations du pétrole sur les marchés internationaux – un effet accentué par la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar –, mais aussi par le relèvement des taxes indirectes incluses par plusieurs pays dans leur plan de consolidation budgétaire. Ces effets devraient progressivement s'atténuer, entraînant une décélération de l'inflation. Au total, elle s'établirait entre 2,3 et 2,5 % en 2012 – soit un taux proche de celui de 2,7 % enregistré l'année précédente – et entre 1 et 2,2 % en 2013.

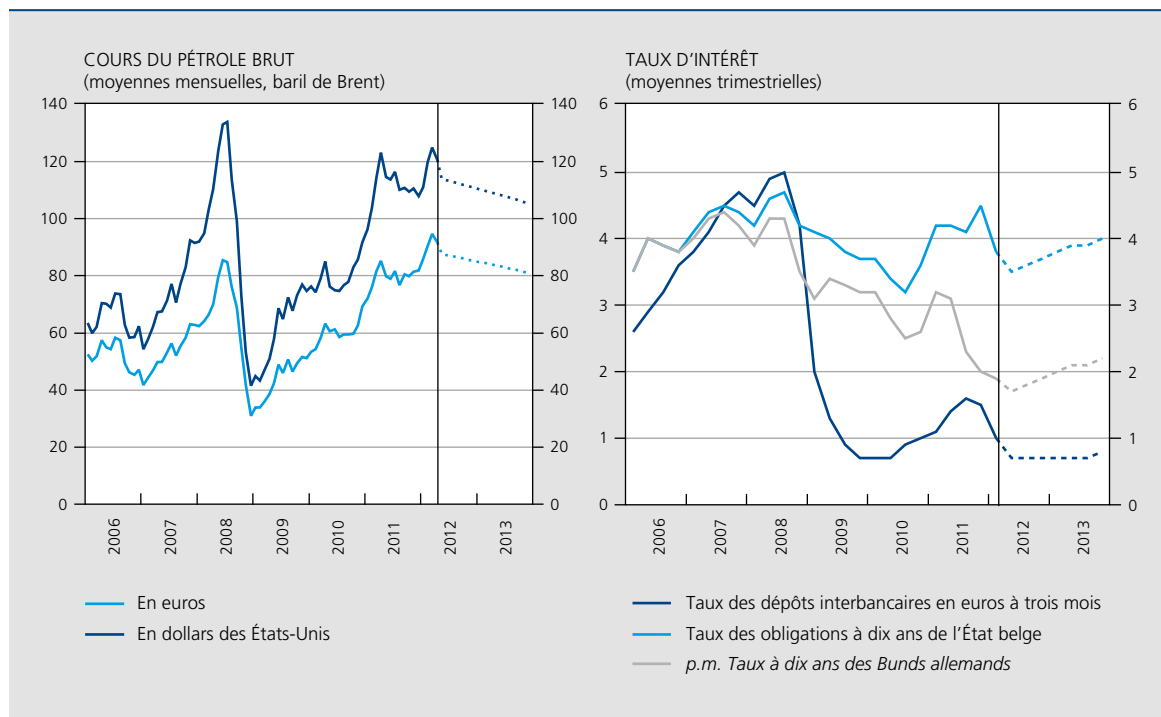
Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

Réalisées dans le cadre d'un exercice commun, les projections économiques de l'Eurosystème pour la zone euro, de même que celles de la Banque pour la Belgique, sont établies en prenant en compte un ensemble d'hypothèses techniques et de prévisions relatives à l'environnement international arrêtées conjointement par la BCE et par les banques centrales nationales de l'Eurosystème.

Dans les projections, l'on considère que les cours de change demeureront inchangés au niveau observé en moyenne durant les dix derniers jours ouvrables avant la clôture des hypothèses, le 15 mai 2012. En l'occurrence, 1 euro vaudrait 1,30 dollar des États-Unis.



HYPOTHÈSES RELATIVES À L'ÉVOLUTION DU COURS DU PÉTROLE ET DES TAUX D'INTÉRÊT



Source: BCE.

Conformément à l'évolution des prix implicites des contrats à terme sur les marchés internationaux, le cours du baril de Brent, qui a atteint un sommet de 124,9 dollars en moyenne en mars 2012, reviendrait à 114,6 dollars en moyenne sur l'ensemble de l'année, avant de reculer encore légèrement, à 107,9 dollars, en 2013.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés établies à la mi-mai 2012. Le niveau des taux des dépôts interbancaires à trois mois en euros resterait faible, à 0,8 % en moyenne en 2012 et à 0,7 % en 2013. Les taux des obligations à dix ans de l'État belge reviendraient de 4,2 % en 2011 à 3,6 % en 2012, à la suite, en particulier, du rétrécissement des écarts observés par rapport aux taux des Bunds allemands à la fin de 2011 et au début de 2012. En 2013, les taux des obligations belges atteindraient 3,9 %. Le différentiel par rapport aux Bunds est maintenu constant, à 180 points de base, sur l'ensemble de la période des projections.

Les taux appliqués par les banques à leurs prêts à la clientèle privée prennent en considération ces évolutions attendues des taux de marché. Ils s'inscriraient légèrement en hausse pour les prêts hypothécaires, qui sont principalement conclus à long terme, et demeureraient stables pour les crédits aux sociétés non financières, dont l'échéance initiale est généralement plus courte.

Après avoir quasiment stagné à la fin de 2011 et au début de 2012, sous l'effet, principalement, de la faiblesse de la demande au sein de la zone euro, les débouchés extérieurs de la Belgique devraient progressivement se renforcer en 2012. En moyenne annuelle, la croissance en volume des marchés à l'exportation s'établirait à 2,3 % en 2012 et à 5,2 % en 2013, revenant ainsi à un rythme d'accroissement du même ordre qu'en 2011 (4,9 %).

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

	2011	2012	2013
	(moyennes annuelles)		
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	1,4	0,8	0,7
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	4,2	3,6	3,9
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis . . .	1,39	1,30	1,30
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	111,0	114,6	107,9
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	4,9	2,3	5,2
Prix des concurrents à l'exportation	4,2	4,2	1,8

Source: BCE.

En matière de finances publiques, les projections sont établies, conformément aux conventions de l'Eurosystème, en tenant compte de l'environnement macroéconomique et des mesures qui ont été suffisamment précisées par les gouvernements et qui ont été approuvées par les parlements, ou sont en passe de l'être.

2. Activité, emploi et demande

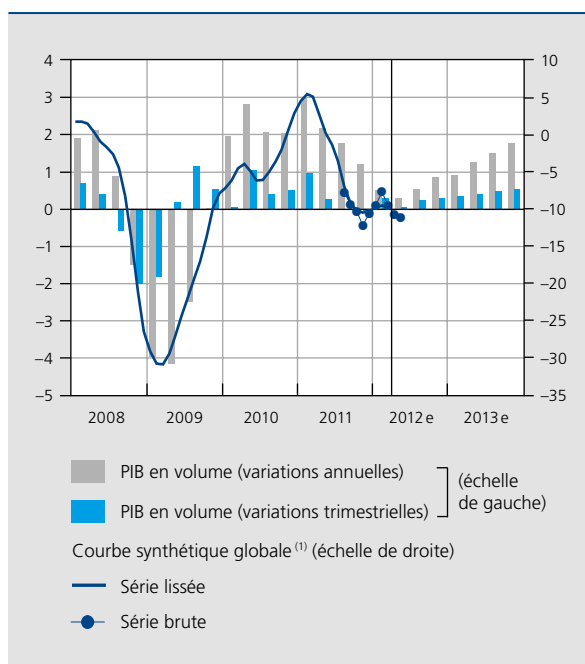
2.1 Activité et emploi

Depuis la mi-2011, l'économie belge ressent les effets de l'aggravation des tensions financières et de la détérioration de la conjoncture dans la zone euro. Ainsi, après deux années de croissance en volume robuste, le PIB a stagné au troisième trimestre de 2011, avant de très légèrement reculer, de 0,1 %, au quatrième trimestre. L'estimation « flash » de l'ICN, fait état d'une progression de 0,3 % du PIB dans notre pays au premier trimestre de 2012, contre 0 % dans l'ensemble de la zone euro. Ce résultat appelle confirmation dans les prochains mois, compte tenu du fait que des facteurs irréguliers sont susceptibles d'affecter les évolutions trimestrielles et, de manière plus fondamentale, en raison de la nouvelle détérioration de la situation économique dans la zone euro depuis mars. Il confirme toutefois le constat que, emboîtant le pas à l'Allemagne, l'activité en Belgique fait actuellement preuve d'une certaine résilience, à l'instar de ce qui avait été observé durant la récession de 2008-2009.

Néanmoins, la croissance resterait fortement bridée en 2012 par l'incertitude générale et par la faiblesse de la demande dans la zone euro. Elle se renforcerait en

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU PIB ET INDICATEUR DE CONJONCTURE

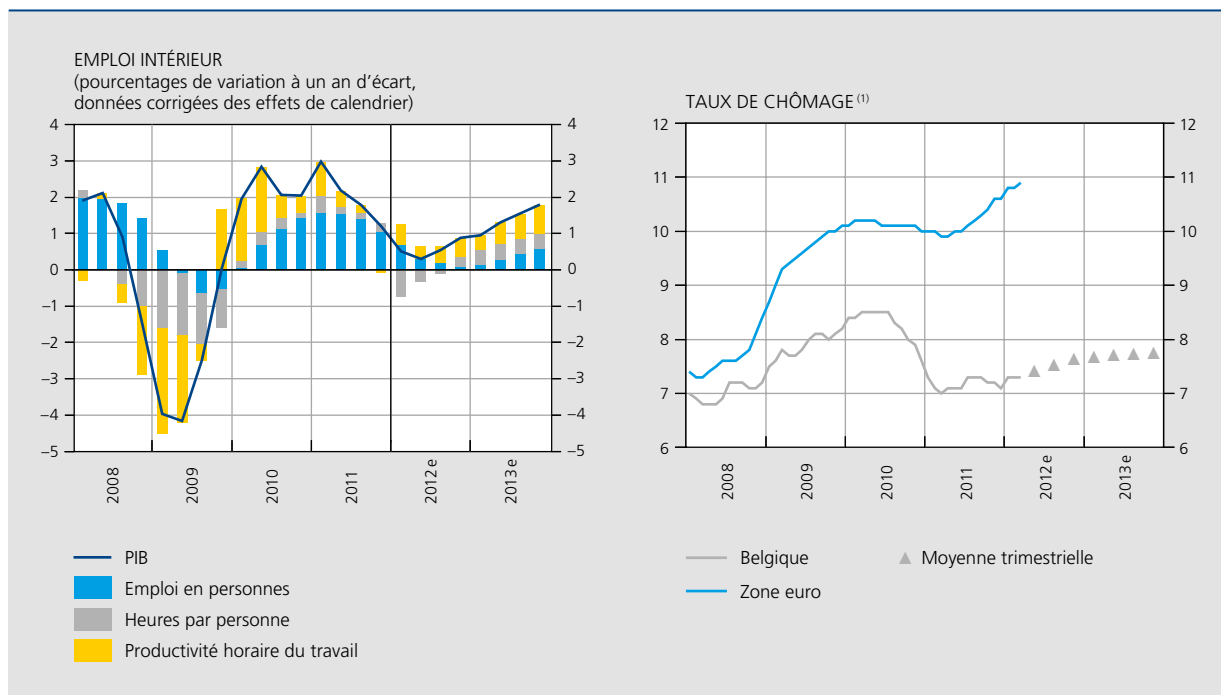
(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, sauf mention contraire)



Sources: ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

GRAPHIQUE 3 EMPLOI ET CHÔMAGE



Sources : CE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Taux de chômage harmonisé, en pourcentage de la population active.

2013, lorsque ces freins sont censés se desserrer progressivement. Au total, dans les nouvelles projections de la Banque, la croissance du PIB ressortirait à 0,6 % en 2012 et à 1,4 % en 2013. En 2011, elle s'était établie à 2 %. Ces résultats sont plus élevés que ceux de la zone euro dans son ensemble. En effet, en l'absence de déséquilibres macroéconomiques très marqués, la demande intérieure en Belgique n'est pas affectée par l'incidence d'ajustements brutaux, tels que ceux que doivent réaliser certains pays européens.

Le ralentissement de l'activité en 2012, suivi d'une reprise modérée en 2013, se reflète immédiatement dans l'évolution du volume de travail. En effet, après avoir augmenté de 1,7 % en 2011, le nombre total d'heures ouvrées dans l'économie ne progresserait plus que de 0,1 % en 2012, avant de s'accroître de 0,8 % l'année suivante.

Comme de coutume, ces mouvements conjoncturels de l'activité sont quelque peu atténués au niveau de l'emploi en personnes par le biais d'ajustements dans la durée moyenne implicite de travail par salarié. Cette flexibilité dans l'organisation du travail résulte notamment du recours plus ou moins intensif au système de chômage temporaire, en fonction de l'état de la conjoncture. Ainsi, le rythme d'expansion de l'emploi serait presque stable

entre 2012 et 2013, à, respectivement, 0,3 et 0,4 %, la reprise de l'activité donnant d'abord lieu à la résorption de la sous-utilisation des effectifs disponibles, avant de se traduire par des créations nettes d'emplois.

Si le nombre annuel moyen des créations nettes d'emplois est similaire en 2012 (14 300) et en 2013 (16 600), il n'en masque pas moins des mouvements plus prononcés des évolutions en cours d'année. En effet, le chiffre moyen des créations nettes d'emplois de 2012 bénéficie largement du dynamisme dans le courant de l'année précédente, alors que seulement 3 300 emplois supplémentaires seraient créés dans le courant de l'année. En revanche, plus de 27 000 emplois verraient le jour, en termes nets, pendant l'année 2013.

Outre les effets d'une conjoncture moins porteuse, la baisse du nombre d'emplois créés par rapport aux tendances des années précédentes résulte aussi des mesures de limitation des budgets des administrations fédérales et des soins de santé décidées pour 2012 et 2013. Leur incidence est estimée à une réduction de quelque 13 000 postes à la fin de 2013.

Compte tenu de l'effet conjugué du ralentissement des créations nettes d'emplois et de l'augmentation régulière

TABLEAU 3 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(données corrigées des effets de calendrier, variations annuelles moyennes en milliers d'unités, sauf mention contraire)

	2009	2010	2011	2012 e	2013 e
PIB ⁽¹⁾	-2,7	2,2	2,0	0,6	1,4
Volume de travail total ⁽¹⁾	-1,6	1,1	1,7	0,1	0,8
Emploi intérieur en personnes ⁽¹⁾	-0,2	0,8	1,4	0,3	0,4
Emploi intérieur	-7,6	37,0	62,2	14,3	16,6
<i>p.m. Variation en cours d'année</i> ⁽²⁾	-23,2	63,4	46,7	3,3	27,1
Salariés	-12,1	31,0	52,0	8,1	12,1
dont branches sensibles à la conjoncture	-36,0	6,0	33,1	1,1	1,1
Indépendants	4,5	6,0	10,2	6,2	4,5
Travailleurs frontaliers	1,1	0,7	0,1	0,0	0,0
Emploi national	-6,5	37,8	62,3	14,3	16,6
Demandeurs d'emploi inoccupés	50,6	13,7	-19,8	24,4	23,5
<i>p.m. Variation en cours d'année</i> ⁽²⁾	59,8	-10,0	-10,8	37,5	12,8
Population active	44,1	51,5	42,5	38,7	40,1
<i>p.m. Taux d'activité harmonisé</i> ⁽³⁾	66,9	67,7	66,7	66,9	67,2
<i>Taux d'emploi harmonisé</i> ⁽⁴⁾	67,1	67,6	67,3	67,1	67,0
<i>Taux de chômage harmonisé</i> ⁽⁵⁾	7,9	8,3	7,2	7,5	7,7

Sources: CE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Pourcentages de variation annuelle.

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

(3) Pourcentages de la population en âge de travailler (15-64 ans), données non corrigées des effets de calendrier.

(4) Pourcentages de la population de 20 à 64 ans, données non corrigées des effets de calendrier.

(5) Pourcentages de la population active de 15 ans et plus, données non corrigées des effets de calendrier.

du nombre de personnes qui se présentent sur le marché du travail, la stabilisation du taux de chômage observée en 2011, à environ 7,2 % de la population active, se muerait en une légère hausse durant les deux années couvertes par les projections, à 7,5 % en 2012 et à 7,7 % en 2013.

2.2 Composantes de la demande

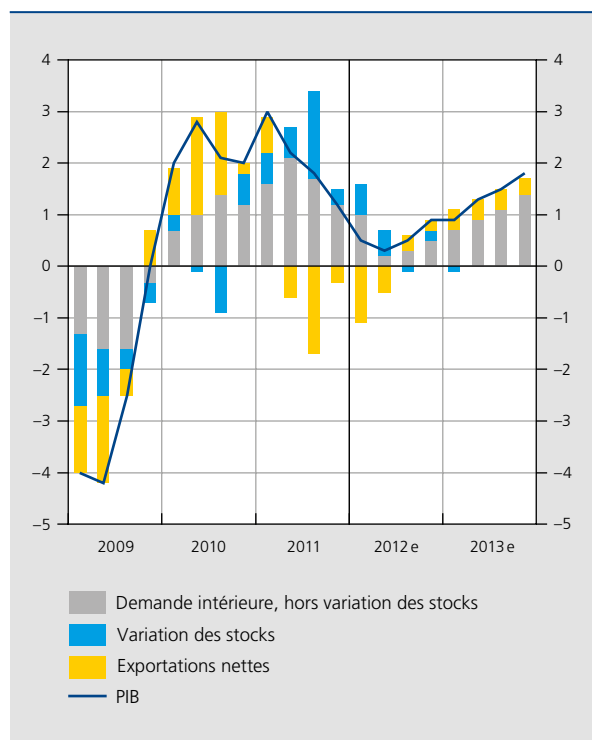
Alors que, à des degrés divers, les différentes sources de demande s'étaient conjuguées pour participer au rebond de la croissance du PIB en 2010, ce mouvement s'est retourné dans le courant de 2011, même si les résultats moyens affichés pour cette année se ressentent d'une situation de départ favorable. Sur le plan des échanges extérieurs, les exportations ont perdu tout dynamisme à la suite de la forte dégradation de la conjoncture dans la zone euro et d'un ralentissement des marchés hors de la zone. Les importations continuant d'être soutenues – notamment parce qu'elles interviennent de manière importante dans l'accroissement des stocks –, les exportations nettes ont pesé sur l'évolution du PIB.

Parmi les autres composantes de la demande intérieure, la consommation privée a rapidement stagné en 2011, sous l'effet, initialement, de l'inflation élevée et, plus généralement, d'une hausse du taux d'épargne. Le regain des investissements en logements observé en 2010 a également fait long feu. Le gonflement des investissements des entreprises, particulièrement vigoureux au deuxième trimestre de 2011, s'est totalement interrompu par la suite. Seules les dépenses publiques ont continué de progresser durant toute l'année.

Selon les projections, cette faiblesse généralisée de la demande se poursuivrait au début de 2012, s'élargissant même à la consommation publique. Elle s'atténuerait progressivement dans la seconde moitié de l'année et, en 2013, sous l'impulsion des exportations et des investissements des entreprises. Bridée par l'héritage de la crise économique de 2008-2009, à travers les ajustements qu'elle continue d'induire tant pour les pouvoirs publics que pour les sociétés et les particuliers, la contribution de la demande intérieure resterait toutefois limitée par rapport aux années antérieures à la crise et au potentiel de croissance de l'économie.

GRAPHIQUE 4 PRINCIPALES COMPOSANTES DE LA DEMANDE

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



Sources: ICN, BNB.

Au terme d'une recrudescence marquée en 2010 et au début de 2011, le dynamisme de la demande extérieure a été fortement écorné par la détérioration de la situation conjoncturelle survenue dans les principales zones économiques durant le second semestre. La décélération a été particulièrement sensible au sein de la zone euro, où un recul des débouchés a été enregistré au quatrième trimestre. Partant de ce point bas, le retour à l'expansion des marchés à l'exportation de la Belgique est attendu dès le premier trimestre de 2012, à un rythme qui resterait toutefois inférieur à celui d'avant la récession mondiale de 2008-2009. Selon les hypothèses retenues par l'Euro-système, leur taux de progression reviendrait de 4,9 % en 2011 (il était de 10,6 % en 2010) à 2,3 % en 2012, avant d'atteindre de nouveau 5,2 % en 2013. L'évolution en volume des exportations de la Belgique s'inscrirait en retrait des marchés, mais présenterait un profil similaire puisque, après une croissance de 4,4 % en 2011, les exportations de biens et de services stagneraient, en moyenne annuelle, en 2012, avant de croître de 4,5 % en 2013. L'inertie en 2012, de même que les pertes de parts de marchés plus importantes pour cette année – de l'ordre de 2,3 %, contre 0,5 % en 2011 –, sont largement le reflet des résultats observés à la fin de 2011. Pour leur part, les indicateurs les plus récents, issus des statistiques du commerce extérieur et des enquêtes de conjoncture, suggèrent une reprise des exportations de biens de la Belgique au début de 2012, à rythme toujours faible.

TABLEAU 4 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2009	2010	2011	2012 e	2013 e
Dépenses de consommation des particuliers	0,8	2,3	0,9	0,5	0,7
Dépenses de consommation des administrations publiques	0,7	0,3	0,6	0,4	1,6
Formation brute de capital fixe	-7,9	-1,0	5,2	0,8	1,4
Logements	-9,2	1,6	-2,8	-2,1	0,4
Administrations publiques	10,5	-3,1	6,1	6,9	-9,7
Entreprises	-9,3	-1,6	8,8	1,3	3,2
<i>p.m.</i> Total des dépenses intérieures finales	-1,2	1,1	1,7	0,3	1,1
Variation des stocks ⁽¹⁾	-0,8	0,0	0,8	0,3	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	-0,7	1,2	-0,5	-0,3	0,4
Exportations de biens et de services	-11,3	9,9	4,4	0,0	4,5
Importations de biens et de services	-10,6	8,7	5,1	0,3	4,1
PIB	-2,7	2,2	2,0	0,6	1,4

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

Après une vive accélération l'année précédente, qui contribue d'ailleurs à relever la croissance moyenne de 2011, l'atonie de la consommation privée constatée dans le courant de cette année devrait se prolonger en 2012. Toutefois, les causes en sont autres puisque, plutôt que de s'expliquer par une hausse du taux d'épargne, comme cela avait été le cas en 2011 dans un contexte très incertain sur les plans tant de la crise souveraine dans la zone euro que de l'impasse politique prolongée en Belgique, elle provient cette fois de la baisse prévue, à concurrence de 0,4 % en termes réels, du revenu disponible des ménages. Par contre, le taux d'épargne reculerait, revenant de 16,4 % du revenu disponible en 2011 à 15,6 % en 2012, de sorte que la consommation privée augmenterait de 0,5 % en volume. Outre de l'inflation encore élevée, la diminution du pouvoir d'achat résulte des effets conjugués de la dégradation des conditions économiques sur l'emploi, et partant, sur les revenus salariaux, sur les revenus des indépendants et sur les revenus de la propriété – tant les dividendes que les intérêts, compte tenu du faible niveau des taux – d'une part, et des mesures décidées dans le cadre du budget 2012, d'autre part.

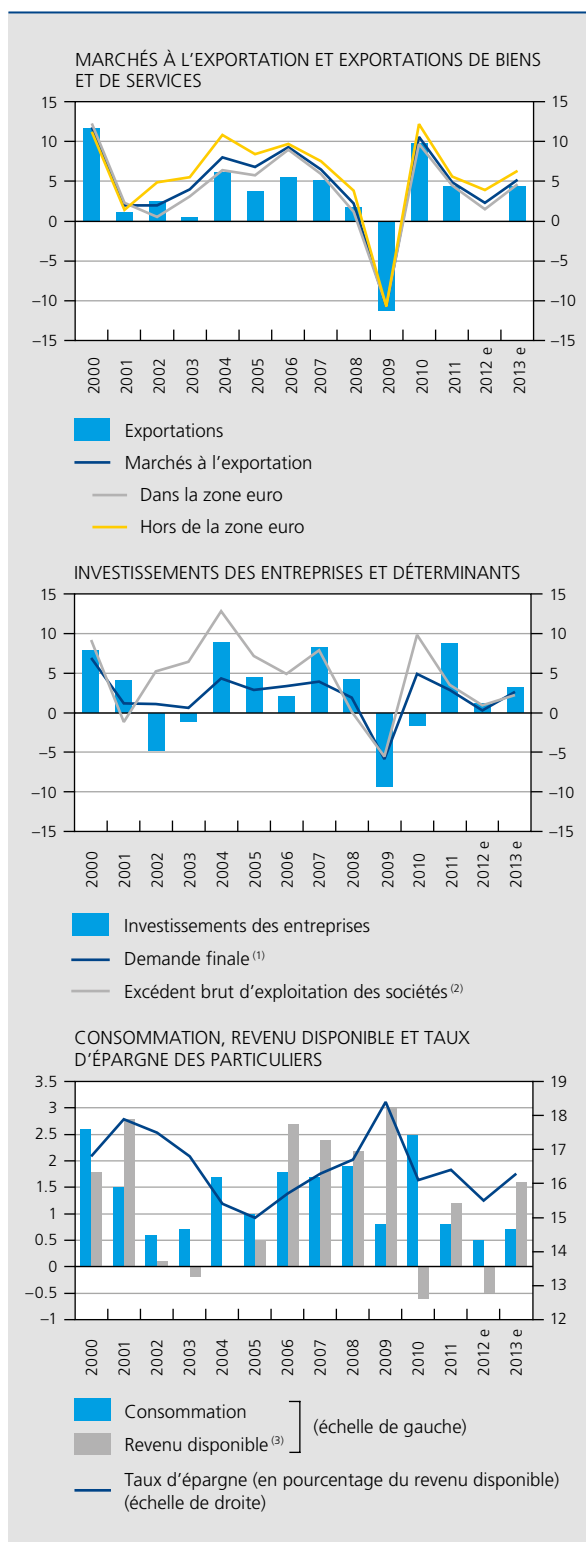
En 2013, ces différents effets s'atténueraient fortement, avec le ralentissement attendu de l'inflation, la reprise de l'activité et l'absence de mesures budgétaires significatives annoncées à ce jour, même si elles sont pourtant nécessaires pour atteindre les objectifs en matière de solde budgétaire. Ainsi, le revenu disponible grimperait de 1,7 %. Néanmoins, de même qu'ils gommeraient en partie dans leur comportement de consommation le mouvement négatif du revenu disponible l'année précédente, les ménages utiliseraient le surcroît de revenus pour alimenter plus fortement leur épargne en 2013. Le taux d'épargne reviendrait à 16,4 %, et la consommation privée progresserait de 0,7 %.

Pour leur part, dans un contexte toujours très incertain, les investissements en logements des ménages devraient à nouveau reculer, d'environ 2 %, en 2012, prolongeant ainsi une tendance baissière amorcée en 2008 et qui s'est temporairement interrompue en 2010, sous l'effet des mesures de relance en faveur de la construction, notamment via une réduction du taux de TVA pour une première tranche de travaux. Une très légère remontée des investissements en logements est prévue en 2013.

Le rebond de l'activité jusqu'au début de 2011 et, sub-séquentement, celui du taux d'utilisation des capacités de production des entreprises – il est passé de 70,1 % en avril 2009 à 81,2 % en avril 2011, soit un résultat proche de la moyenne des deux dernières décennies selon l'enquête auprès des entreprises de l'industrie manufacturière –,

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTION DES CATÉGORIES DE DEMANDE

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



Sources: BCE, ICN, BNB.

(1) Abstraction faite de la variation des stocks.

(2) Données en valeur, non corrigées des effets de calendrier.

(3) Données déflatées au moyen du déflateur de la consommation privée, non corrigées des effets de calendrier.

parallèlement au renforcement de la demande finale et à la restauration de la rentabilité, avaient donné lieu à une forte expansion des investissements des entreprises au premier semestre de 2011. Elle ne s'est pas poursuivie par la suite, compte tenu du retournement de la situation conjoncturelle. En effet, les perspectives de demande se sont fortement ralenties, l'excédent brut d'exploitation des entreprises ne devrait plus progresser que de 1 % en 2012, et le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est retombé à 78,1 % en avril 2012 ; seul le faible niveau des taux d'intérêt est susceptible de soutenir les investissements. Au total, après s'être inscrit en hausse de 8,8 % en 2011, ceux-ci ne croîtraient plus que

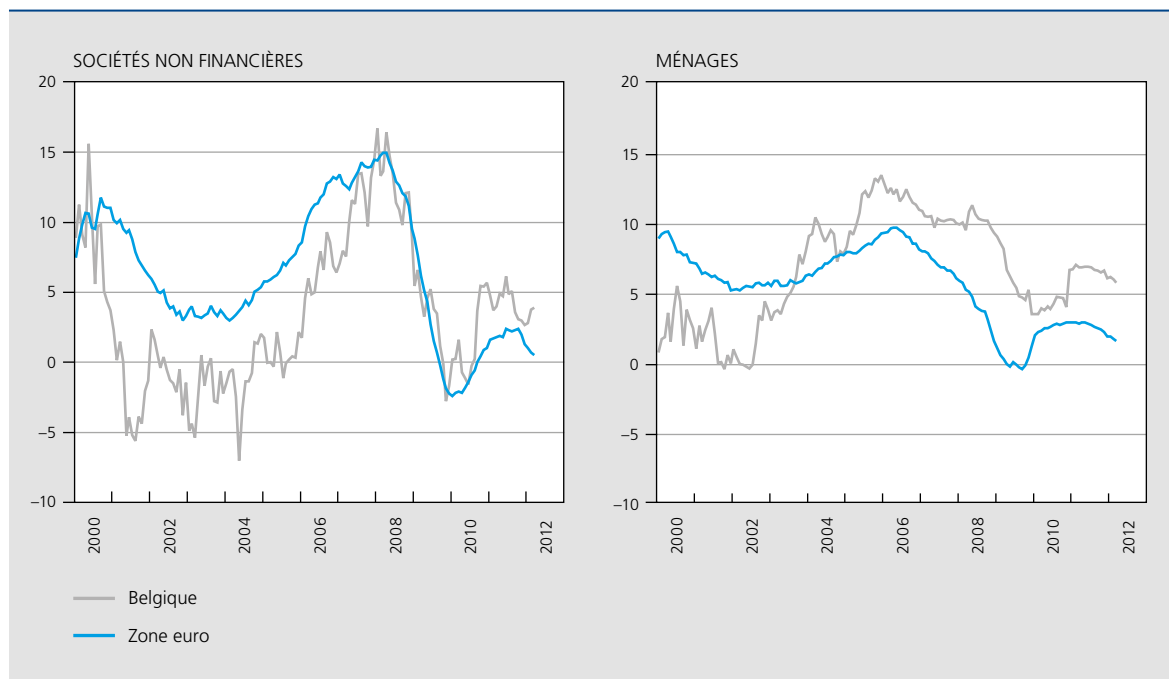
de 1,3 % en 2012, puis de 3,2 % en 2013. Compte tenu des évolutions récentes, présentées dans l'encadré 2, ces projections font abstraction d'un éventuel effet de resserrement du crédit.

Pour leur part, compte tenu des mesures détaillées dans la partie 4, les dépenses de consommation des pouvoirs publics n'augmenteraient que de 0,4 % en 2012. Elles gonfleraient de nouveau de 1,6 % en 2013. Comme en 2011, les investissements des pouvoirs publics devraient afficher une hausse vigoureuse en 2012, de près de 7 % par an, en raison de la proximité des élections locales. Au terme de cette échéance, elles chuteraient de près de 10 %.

Encadré 2 – Évolutions récentes et perspectives en matière de crédit bancaire

L'octroi de crédits bancaires au secteur privé non financier, c'est-à-dire aux ménages et aux sociétés non financières, est surveillé de près depuis le début de la crise financière. Les turbulences et les ajustements structurels nécessaires au sein du secteur financier ont en effet fait naître la crainte d'un accès plus difficile au crédit pour le secteur privé, et donc d'une transmission des tensions financières à l'économie réelle. La crise de la dette publique, via

OCTROI DE CRÉDITS BANCAIRES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET AUX MÉNAGES EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾
(pourcentages de variation annuelle)



Sources : BCE, BNB.

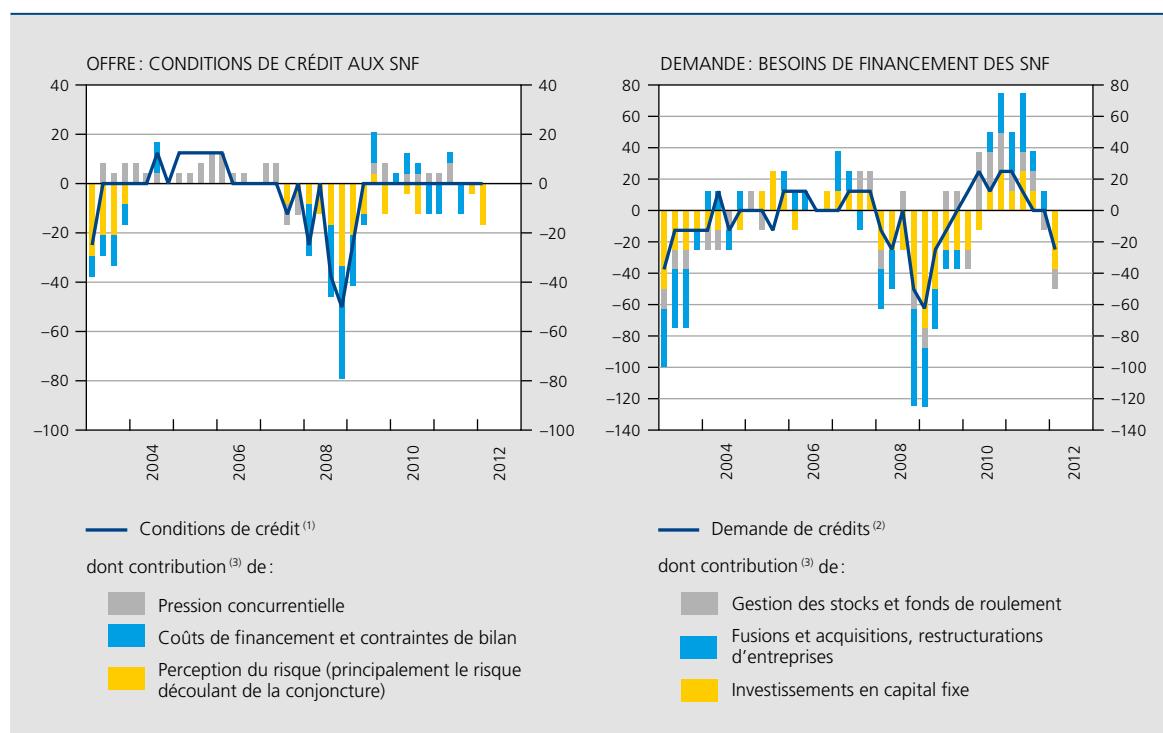
(1) Octroi de crédits par les banques résidentes aux secteurs résidents. Données comprenant les crédits titrisés : pour la Belgique sur l'ensemble de la période, pour la zone euro depuis janvier 2010.

son incidence sur les bilans des banques, a également contribué à alimenter ces inquiétudes. Dans ce contexte, le présent encadré fait le point sur l'évolution actuelle du crédit en Belgique et sur ses déterminants. Sur la base d'une comparaison avec la zone euro, il s'avère que l'octroi de crédits au secteur privé non financier évolue de manière relativement favorable en Belgique. Depuis le creux de la mi-2010, le rythme de croissance de l'octroi de crédits, tant aux ménages qu'aux sociétés non financières, s'est de nouveau fortement accéléré en Belgique. La comparaison fait, en outre, apparaître que le taux de croissance de l'octroi de crédits en Belgique est bien supérieur à la moyenne de la zone euro, en particulier celui aux ménages. Les différences notables avec la zone euro sont néanmoins imputables, pour une large part, à la croissance négative de l'octroi de crédits dans plusieurs pays périphériques, facteur qui pèse clairement sur la moyenne de la zone euro; la croissance du crédit en Belgique est, quant à elle, plus proche de celle de nos principaux pays voisins. Ces derniers temps, la croissance du crédit s'est d'ailleurs à nouveau orientée à la baisse dans la zone euro, alors qu'elle a tendance à se stabiliser, sur une base annuelle, en Belgique, et que – contrairement à la zone euro –, le flux mensuel net de nouveaux crédits y reste positif.

Dans le contexte actuel, il est pertinent d'évaluer quels déterminants agissent sur l'évolution de l'octroi de crédits. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, réalisée chaque trimestre auprès des principales banques de la zone euro, fournit des informations tant sur les conditions de l'offre (à l'exclusion du taux d'intérêt) que sur l'évolution de la demande de crédit. Cette enquête fait apparaître qu'en Belgique, les conditions de crédit sont restées

ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE: CONDITIONS DE CRÉDIT ET DEMANDE DE CRÉDITS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES (SNF)

(pourcentages nets)



Source: BNB.

(1) Pourcentages nets pondérés des banques qui indiquent si les critères d'octroi de crédits se sont assouplis (+) ou resserrés (-).

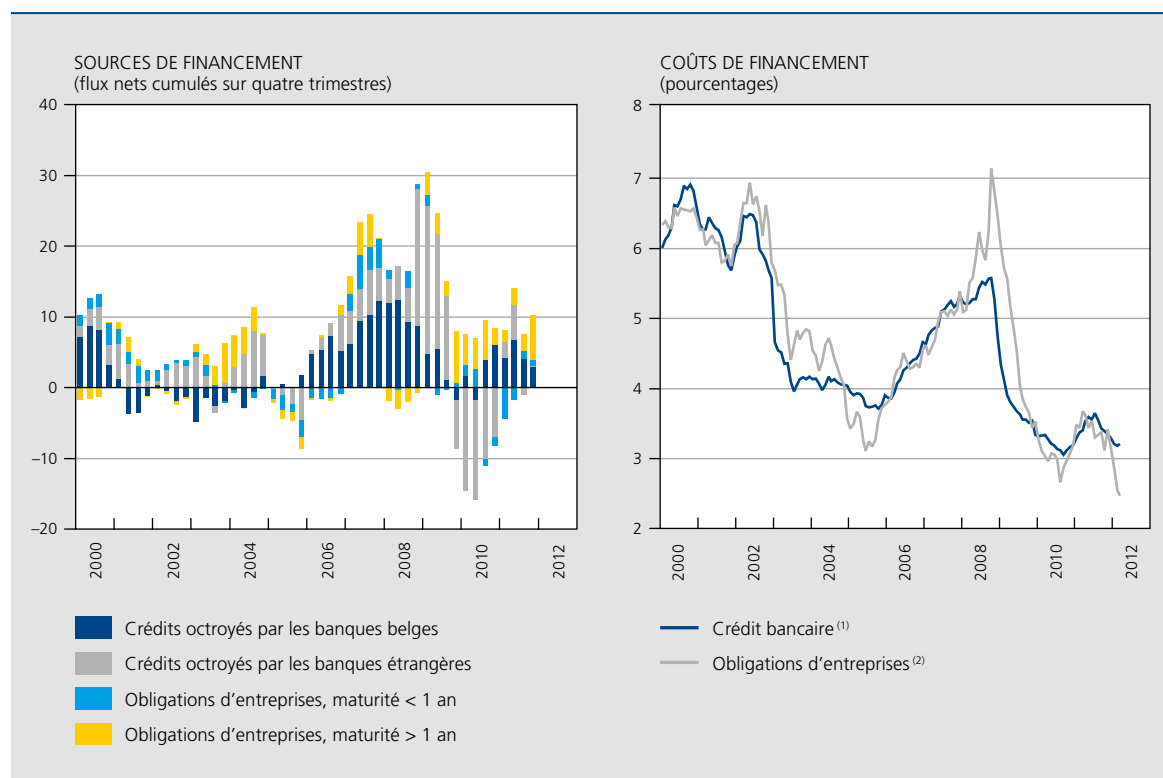
(2) Pourcentages nets pondérés des banques qui indiquent si la demande de crédits a augmenté (+) ou diminué (-).

(3) Pourcentages nets pondérés des banques qui indiquent si ces facteurs ont contribué à l'évolution générale des critères d'octroi de crédits ou de la demande de crédits.

largement inchangées depuis la fin de 2009, et ce tant pour les prêts aux ménages que pour les crédits aux sociétés non financières. Pour cette dernière catégorie, les banques évoquent toutefois la possibilité d'un durcissement des critères d'octroi de crédits au deuxième trimestre de 2012. L'enquête s'intéresse également aux facteurs qui déterminent ces critères d'octroi. Il en ressort que les facteurs purement liés à l'offre, tels que la structure du bilan des banques (c'est-à-dire leur situation en matière de liquidité et de fonds propres), n'ont pas récemment pesé sur les critères d'octroi de crédits aux sociétés non financières. Les actions de soutien à la liquidité de l'Eurosystème (notamment les opérations de refinancement à plus long terme à trois ans) y ont probablement contribué, de sorte que le risque que la situation bilancielle des banques ferait peser sur l'octroi de crédits est devenue moins menaçante que dans un passé récent. Cette amélioration de la structure du bilan des banques concerne l'ensemble de la zone euro. Malgré ces évolutions positives, les conditions générales d'octroi de crédits aux sociétés non financières sont restées inchangées, selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. L'inquiétude croissante observée depuis le début de 2012 quant à l'évolution conjoncturelle explique ce statu quo.

Cette inquiétude est confirmée par l'évolution de la demande de crédits émanant des sociétés non financières, telle que rapportée par les banques. Les banques ont vu cette demande progresser systématiquement depuis 2010 mais, au premier trimestre de 2012, elle aurait diminué, sous l'impulsion d'une moindre propension des sociétés non financières à investir dans des actifs fixes. D'autres investissements financés par du crédit, comme les fusions/acquisitions ou la gestion des stocks, auraient également contribué de manière moins positive que cela n'avait été le cas dans un passé récent à la demande de crédits. Cette analyse fait donc apparaître qu'un éventuel

SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : SOURCES ET COÛTS DE FINANCEMENT



Source : BNB.

(1) Taux d'intérêt moyen pondéré appliqué par les banques belges aux nouveaux crédits aux entreprises.

(2) Rendement d'un indice d'obligations libellées en euros émises par des sociétés non financières de la zone euro.

affaiblissement de l'octroi de crédits dans un avenir proche serait plutôt imputable à des facteurs (conjoncturels) de demande qu'à des facteurs d'offre. Une image similaire se dégage des crédits aux ménages.

Cela ne signifie toutefois pas que la politique des banques en matière de crédits à moyen ou à long terme ne pourra pas peser sur l'octroi de crédits. En effet, les banques sont confrontées à un environnement en mutation ; elles doivent donc réorienter leurs activités, notamment pour satisfaire aux exigences plus strictes en matière de liquidités et de fonds propres imposées par la nouvelle réglementation (Bâle III). Jusqu'à présent, la transition vers cette nouvelle réglementation n'a toutefois pas entraîné de contraction significative de l'octroi de crédits des banques au secteur privé en Belgique, notamment grâce aux opérations de liquidité de l'Eurosystème. Par ailleurs, les banques tiennent également compte, dans leur politique de crédit, de la santé financière des emprunteurs. Dans la mesure où elles en viennent à considérer que cette santé est fragile, les conditions d'offre pourraient se durcir. Il faut souligner à cet égard que, malgré la progression du taux d'endettement des ménages belges, leur situation financière, ainsi que celle de l'ensemble du secteur privé non financier, restent meilleures que dans la zone euro.

Enfin, l'on observe un glissement progressif dans les sources de financement des sociétés non financières. Alors que, au cours des dernières années, les sociétés non financières belges avaient accru leur recours au financement par actions, deux tendances se dessinent depuis la crise financière : un glissement de l'octroi de crédits bancaires du niveau international vers le niveau national, et un glissement des crédits bancaires vers d'autres formes de financement. Ainsi, il apparaît que les sociétés disposent actuellement de suffisamment de moyens d'action liquides pour financer elles-mêmes une part importante de leurs investissements, ce qui pèse sans doute aussi sur l'octroi de crédits bancaires. Il semble par ailleurs que les sociétés non financières belges recourent de plus en plus au marché obligataire. Même si cette forme de financement reste limitée en Belgique – puisqu'elle est souvent réservée aux grandes sociétés financièrement solides –, l'on a constaté, au cours des derniers trimestres, un recours accru à cette source, notamment pour le financement à long terme.

Ce dernier élément peut être rapproché de l'appétence accrue pour le risque sur le marché des obligations d'entreprises, qui a entre-temps fait retomber la rémunération des capitaux levés par les entreprises non financières de la zone euro à un plancher historique, sous le niveau du taux d'intérêt moyen pondéré appliqué au crédit bancaire en Belgique.

3. Prix et coûts

En s'établissant à 2,9 % en avril 2012, soit la dernière observation disponible au moment de clôturer les projections, l'inflation selon l'IPCH est revenue à un niveau inférieur à 3 % pour la première fois depuis un an et demi. Elle avait atteint un maximum de 4 % en juillet 2011. Le reflux de l'inflation devrait se poursuivre en 2012 – jusqu'à retomber à 2 % environ à la fin de l'année – et, quoiqu'à un rythme plus lent, en 2013. En moyenne annuelle, l'inflation se replierait de 3,5 % en 2011 à 2,6 % en 2012 et à 1,5 % en 2013. Cette dernière année, elle se situerait dès lors 0,1 point de pourcentage en deçà de l'inflation prévue dans la zone euro, après y avoir été supérieure de 0,7 et 0,8 point de pourcentage, respectivement, en 2010 et en 2011, et de 0,2 point de pourcentage en 2012.

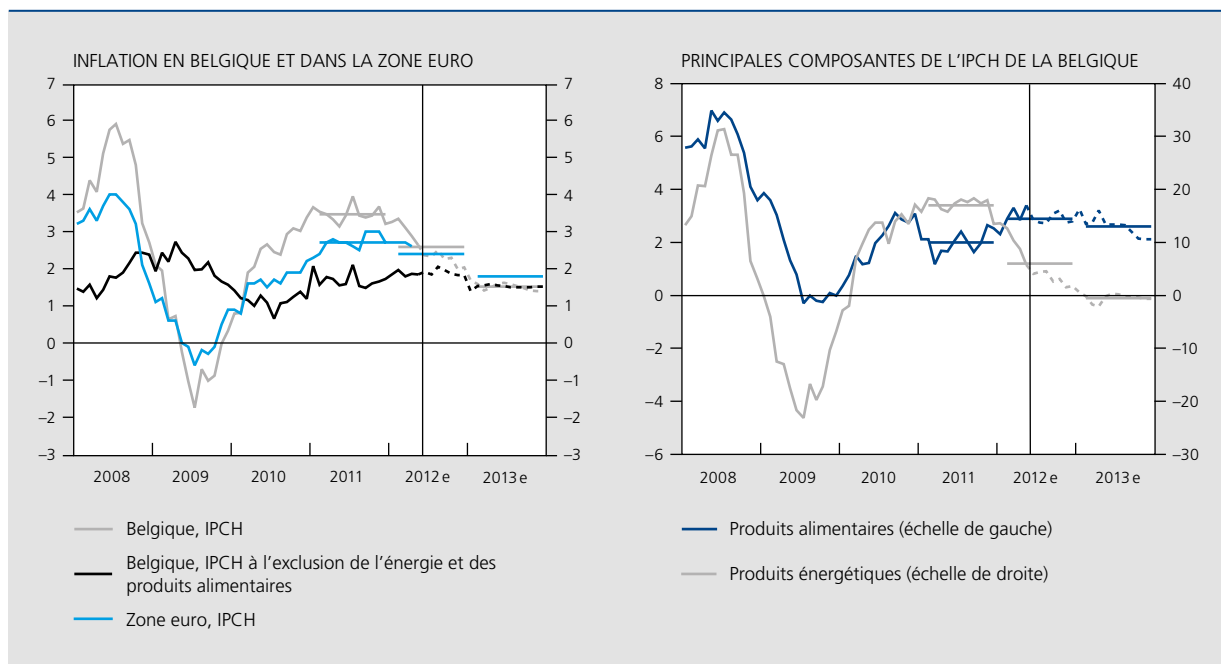
Le recul de l'inflation prévu en Belgique et la réduction du différentiel par rapport à la zone euro, avant son

retournement en 2013, dépendent essentiellement de l'évolution attendue des cotations du pétrole. Alors qu'ils s'étaient accrus de 40 % en 2011 par rapport à l'année précédente et ont atteint un sommet de 125 dollars en mars 2012, les prix sur les marchés internationaux se sont repliés les deux mois suivants, revenant aux alentours de 110 dollars le baril. Selon les hypothèses retenues, la tendance baissière se prolongerait durant la période couverte par les projections, fût-ce de façon modérée. Même si elle est atténuée par la dépréciation de l'euro vis-à-vis de la monnaie américaine, la résorption des effets de base négatifs ramènerait le renchérissement des produits énergétiques repris dans le panier de l'IPCH de 17 % en 2011 à 6 % en 2012. En 2013, les effets de base deviendraient favorables, et les prix de ces produits diminueraient légèrement, de 0,5 %.

En 2011 et en 2012, l'incidence sur la composante énergétique de l'inflation de la hausse sensible des tarifs

GRAPHIQUE 6 INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

de distribution de l'électricité sur une grande partie du territoire de la Flandre, conséquence du coût important des subsides régionaux octroyés pour l'installation de panneaux photovoltaïques, est estimée à 1 point de pourcentage par an. En vertu des décisions tarifaires de la CREG, l'organisme fédéral de contrôle de l'électricité et du gaz, les coûts de distribution ne devraient guère augmenter en 2013. Par ailleurs, la décision du gouvernement de bloquer, d'avril à décembre 2012⁽¹⁾, les majorations des tarifs du gaz et de l'électricité qui seraient survenues en vertu des formules d'indexation appliquées jusqu'alors, n'influence que très légèrement les projections, compte tenu de la baisse attendue des cours de référence du pétrole brut. Elle aurait toutefois des répercussions plus importantes si les cours du pétrole ou celui du dollar devaient évoluer de manière défavorable.

Alors qu'une décélération progressive en provenance de la composante des produits énergétiques est attendue en 2012, l'inflation sous-jacente demeurerait élevée. En moyenne annuelle, elle atteindrait 1,9%, contre 1,7% en 2011. Cette hausse correspond grosso modo à l'effet d'alourdissements spécifiques des taxes indirectes décidées dans le cadre du budget, notamment sur les frais

de notaire et les abonnements à la télévision numérique. Dans le même cadre, les accises sur le tabac, un produit qui fait partie de la composante « Produits alimentaires » de l'indice des prix à la consommation harmonisé, ont également été relevées.

Globalement, ce sont dans une large mesure les prix des services qui sous-tendent l'inflation sous-jacente. En ce qui concerne cette composante, les hausses de prix sont nourries par les adaptations liées directement à l'inflation ou à d'autres indices de référence pour une série de services, de même que par les conséquences indirectes des hausses des prix des carburants, par exemple pour les voyages. Elle est également soutenue par la vive progression des coûts salariaux. Ces effets s'atténueraient fortement en 2013, de sorte que, en l'absence de mesures additionnelles d'alourdissement des taxes indirectes, l'inflation sous-jacente reviendrait à 1,5%, contribuant aussi au ralentissement généralisé de l'inflation.

Après avoir déjà augmenté de 2,1% en 2011, la croissance des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé s'accélérerait encore en 2012, atteignant un taux de 3,1%. Au total, la remontée cumulée de plus de 5% enregistrée pour ces deux années excède significativement celle prévue pour les trois principaux partenaires de la Belgique, à savoir l'Allemagne, la France et les

(1) Le blocage pourrait être levé plus tôt, à condition que de nouvelles formules d'indexation des prix de l'électricité et du gaz soient arrêtées ou en cas de force majeure, par exemple en raison de conditions de marché exceptionnelles.

TABLEAU 5 INDICATEURS DE PRIX ET COÛTS

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

	2009	2010	2011	2012 e	2013 e
IPCH	0,0	2,3	3,5	2,6	1,5
Indice-santé	0,6	1,7	3,1	2,6	1,5
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽¹⁾	2,1	1,1	1,7	1,9	1,5
Déflateur du PIB	1,2	1,8	1,9	2,2	1,5
Coûts salariaux dans le secteur privé:					
Coûts salariaux par heure ouvrée	2,7	0,9	2,5	3,1	2,0
dont indexation	2,5	0,5	2,7	3,0	1,8
Productivité du travail ⁽²⁾	-1,0	1,0	0,4	0,1	0,6
Coûts salariaux par unité produite	3,8	-0,1	2,1	3,1	1,5

Sources: CE; ICN; SPF Emploi, travail et concertation sociale; BNB.

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

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

Pays-Bas, ce qui pèse sur la compétitivité des producteurs belges. Selon les hypothèses retenues, et compte tenu de l'amélioration attendue du climat conjoncturel, le rythme de hausse des coûts salariaux unitaires retomberait à 1,5 % en 2013.

Le rythme des gains de productivité du travail se redresserait en effet légèrement en 2013, après avoir été freiné par la faiblesse de l'activité à la fin de 2011 et en 2012. Toutefois, ces mouvements de nature conjoncturelle seraient d'une ampleur modérée. C'est donc principalement l'évolution des coûts salariaux horaires qui explique ces mouvements des coûts unitaires. Dans le secteur privé, la croissance des coûts salariaux horaires passerait de 2,5 % en 2011 à 3,1 % en 2012, avant de revenir à 2 % en 2013. Ces mouvements reflètent presque exactement ceux des effets de l'indexation des salaires. Selon les projections, l'indice-santé, qui sert de référence pour l'indexation des salaires gonflerait de 2,6 % en 2012 et de 1,5 % en 2013, après avoir progressé de 3,1 % en 2011. Compte tenu des décalages qui résultent des mécanismes d'indexation dans les différentes commissions paritaires, les effets de l'ajustement automatique des salaires resteraient importants en 2012, même si l'inflation amorcerait un ralentissement dès cette année. En 2013, les effets de l'indexation se réduiraient plus sensiblement. Outre l'indexation, l'hypothèse retenue pour l'évolution des coûts salariaux horaires dans le secteur privé en 2012 prend en considération l'accroissement maximum de 0,3 % des salaires conventionnels prévu dans les dispositions imposées par le gouvernement du projet d'accord interprofessionnel pour la période 2011-2012 et, en sens inverse, une évolution négative des autres facteurs de formation des salaires, en

raison, notamment, de bonus moins élevés. En attendant les résultats des futures négociations salariales pour 2013, l'hypothèse retenue pour l'évolution des salaires horaires dans le secteur privé en 2013 repose principalement sur l'effet escompté de l'indexation. Compte tenu des dépassements observés récemment par rapport aux pays voisins et d'une conjoncture encore atone, l'on considère que les augmentations réelles resteraient limitées.

4. Finances publiques

4.1 Solde de financement

En 2011, les administrations publiques belges ont enregistré un déficit budgétaire de 3,7 % du PIB. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, le déficit reviendrait à 2,8 % du PIB en 2012. D'après les projections – qui tiennent compte uniquement des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées –, le déficit repartirait cependant à la hausse en 2013, pour ressortir à 3,1 % du PIB.

L'évolution du solde de financement des administrations publiques résulte de quatre facteurs, à savoir la conjoncture, les variations des charges d'intérêts, l'incidence des facteurs temporaires et, enfin, l'évolution du solde primaire structurel.

La conjoncture exercerait un effet négatif sur l'évolution du solde de financement en 2012. En 2013, son incidence serait globalement neutre.

TABEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾

(pourcentages du PIB)

	2009	2010	2011	2012 e	2013 e
Recettes	48,1	48,8	49,5	50,8	50,5
Recettes fiscales et parafiscales	42,7	43,3	43,6	44,6	44,4
Autres	5,3	5,6	5,9	6,2	6,1
Dépenses primaires	50,0	49,3	49,9	50,2	50,3
Solde primaire	-2,0	-0,4	-0,4	0,6	0,2
Charges d'intérêts	3,6	3,4	3,3	3,4	3,2
Solde de financement	-5,6	-3,8	-3,7	-2,8	-3,1
<i>p.m. Variations du solde de financement⁽²⁾</i>		1,8	0,1	1,0	-0,3
<i>S'expliquant par des variations</i>					
<i>des charges d'intérêts</i>		0,3	0,0	-0,1	0,1
<i>de la composante conjoncturelle</i>		0,4	0,0	-0,4	0,0
<i>croissance du PIB</i>		0,6	0,4	-0,3	0,0
<i>effets de composition</i>		-0,2	-0,4	-0,1	-0,0
<i>des facteurs non récurrents</i>		1,0	-0,2	0,4	-0,2
<i>du solde primaire structurel</i>		0,1	0,3	1,0	-0,2

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément à la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure concernant les déficits publics excessifs (EDP).

(2) Conformément à la méthodologie décrite dans Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus. M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted balances: an alternative approach*, ECB Working Paper Series, n° 77.

Les charges d'intérêts devraient légèrement augmenter en 2012, en raison, d'une part, de la diminution des revenus des swaps – singulièrement élevés en 2011 – et, d'autre part, des interventions massives de l'État en faveur des pays de la zone euro en difficulté. Celles-ci pousseraient à la hausse le taux d'endettement au cours de la période analysée, particulièrement en 2012. L'impact défavorable du taux d'endettement sur les charges d'intérêts serait toutefois compensé partiellement par une réduction du taux implicite de la dette publique, tant à court qu'à long termes. En 2013, la poursuite de la baisse du taux implicite de la dette publique devrait permettre aux charges d'intérêts de reculer à nouveau.

Par ailleurs, les comptes des administrations publiques s'amélioreraient en 2012, sous l'influence des facteurs non récurrents. En 2011, ces facteurs avaient en effet influencé négativement le solde de financement des administrations publiques, du fait, notamment, des mesures prises en réaction aux difficultés du Holding communal, qui, en tant qu'actionnaire important de Dexia, avait été touché de plein fouet par l'effondrement du cours de l'action Dexia. En 2012, en revanche, des mesures non récurrentes sur les recettes des administrations publiques induiraient une amélioration du solde de financement. La disparition de ces facteurs en 2013

constitue dès lors l'un des déterminants du creusement du déficit cette année-là.

Enfin, l'évolution du solde primaire structurel est le dernier facteur à épingle. En 2012, ce solde s'améliorerait nettement, traduisant la conduite d'une politique budgétaire restrictive au cours de cette année. Cette amélioration résulte des diverses mesures que le pouvoir fédéral et les communautés et régions ont prises afin d'atteindre leurs objectifs budgétaires. Pour 2013, les projections pointent une légère dégradation du solde primaire structurel, qui s'explique par le fait que certaines prestations sociales, comme les pensions et les dépenses de soins de santé, augmenteraient à un rythme largement supérieur à la croissance tendancielle du PIB.

Le programme de stabilité d'avril 2012 repose sur l'hypothèse d'un déficit de 2,8 % du PIB en 2012, qui reviendrait à 2,15 % du PIB en 2013 et se réduirait ensuite systématiquement pour arriver à un équilibre budgétaire en 2015. Selon les projections actuelles, l'objectif pour 2012 serait atteint. En revanche, il faudra, pour parvenir à ceux fixés pour 2013 et les années suivantes, fournir encore des efforts de consolidation considérables.

4.2 Recettes

Les recettes publiques devraient à nouveau s'inscrire en large hausse durant la période sous revue. La progression de 1,2 point de pourcentage du PIB en 2012 ne serait en effet que légèrement compensée par la contraction de 0,2 point en 2013.

Le vif rebond enregistré en 2012 provient, pour près des deux tiers, de mesures fiscales et parafiscales structurelles et, pour environ un cinquième, de facteurs temporaires, le solde étant dû aux recettes non fiscales et non parafiscales.

Les mesures structurelles qui ont été prises en grand nombre peuvent être regroupées en quelques grandes catégories. Les plus importantes visent à davantage taxer les revenus du capital. Ainsi, l'harmonisation de la fiscalité sur les revenus mobiliers à 21 % – sauf exceptions –, la taxe sur les opérations boursières et celle sur les plus-values généreraient plus d'un milliard de recettes supplémentaires. Les ménages contribueront encore à l'effort budgétaire par le biais d'une imposition plus lourde des avantages en nature, qu'il s'agisse de voitures ou de

logements mis à disposition, ainsi que par la hausse des taxes indirectes sur la télévision payante et sur le tabac et par la fin de l'exemption de TVA pour les notaires et huissiers de justice. En ce qui concerne les impôts sur les bénéfices des sociétés, le système dit des intérêts notionnels se voit fixer de nouvelles limites, sous la forme d'un plafonnement du taux d'intérêt de référence et de freins à la reportabilité de l'avantage qu'il procure. Ce nouveau système apporterait, par rapport à un dispositif inchangé, plus de 700 millions d'euros de rentrées supplémentaires. À partir de 2012, la rente nucléaire est augmentée de 300 millions d'euros, qui viennent s'ajouter aux 250 millions antérieurs. En outre, le paiement tardif de cette rente pour 2011 favorise temporairement les recettes en 2012. Enfin, le renforcement de la lutte contre la fraude fiscale et sociale se poursuivra.

Quelques effets temporaires importants soutiennent également la croissance des recettes en 2012. D'une part, il s'agit d'une perception avancée sur les réserves des assurances-vie constituées avant 1993, normalement due en fin de contrat. D'autre part, les démarches administratives en cas de succession devraient être raccourcies d'un mois, générant ainsi des rentrées supplémentaires pour les régions l'année de l'accélération. Enfin, l'incidence, en 2012, de l'accélération, en 2011, des enrôlements à l'impôt des personnes physiques et à l'impôt des sociétés serait globalement neutre.

Les recettes non fiscales et non parafiscales devraient elles aussi contribuer, de manière largement temporaire, à la hausse des recettes en 2012. Ainsi, la rétribution du secteur financier pour les aides et garanties dont il bénéficie s'accroîtrait de près de 400 millions d'euros. Le remboursement par bpost d'aides d'État incompatibles avec les règles de concurrence européennes, reçues entre 2006 et 2010, constituera une rentrée de 176 millions en 2012. Des dividendes exceptionnels sont également attendus, de même que des rentrées à la suite des accords transfrontaliers avec la France et le Luxembourg.

La diminution du ratio des recettes en 2013 proviendrait essentiellement des facteurs temporaires de 2012 qui ne se reproduisent plus. Toutefois, la limitation des déductions d'impôts pour les investissements faits en vue d'économiser l'énergie et les recettes des ventes de permis d'émission, de même que d'autres éléments d'ampleur plus réduite, devraient quelque peu compenser la disparition de ces facteurs temporaires.

TABEAU 7 MESURES ET FACTEURS STRUCTURELS EN MATIÈRE DE RECETTES PUBLIQUES

(millions d'euros, sauf mention contraire; variations par rapport à l'année précédente)

	2012 e	2013 e
Impôts	3 534	290
dont:		
Revenus du capital	1 078	44
Variation du pourcentage de la déduction fiscale pour capital à risque	715	0
Rente nucléaire	300	0
Avantages en nature	370	0
TVA et accises	298	79
Lutte contre la fraude fiscale et meilleure perception	380	142
Augmentation de la quotité exonérée d'impôts	0	-120
Déduction pour investissements faits en vue d'économiser l'énergie	0	260
Cotisations de sécurité sociale	47	-183
Recettes non fiscales et non parafiscales	456	-108
Total	4 037	-1
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>1,1</i>	<i>0,0</i>

Sources: Documents budgétaires, ONSS, SPF Finances, BNB.

4.3 Dépenses primaires

Exprimées en pourcentage du PIB, les dépenses primaires augmenteraient de 0,2 point de pourcentage en 2012 comme en 2013, atteignant ainsi un niveau pouvant être considéré comme historiquement très élevé. En volume, elles progresseraient, respectivement, de 0,9 % et 1,7 % sur ces deux années, dépassant chaque fois la croissance du PIB réel. Corrigée de l'incidence des facteurs non récurrents et conjoncturels et des effets de l'indexation, la croissance se chiffrerait à 1,1 % en 2012 comme en 2013. En effet, la croissance des dépenses réelles en 2012 est limitée principalement par des facteurs non récurrents, tandis qu'en 2013, la hausse des salaires et des prestations sociales liée à l'indexation dépasserait l'augmentation de l'indice des prix à la consommation.

Le léger rebond des dépenses primaires attendu pour 2012 résulte d'évolutions divergentes dans les sous-secteurs des administrations publiques. Le pouvoir fédéral enregistrerait une baisse relativement importante de ses dépenses en raison d'un éventail de mesures d'économie, réparties entre plusieurs catégories de dépenses, décidées dans le cadre du budget initial et du contrôle budgétaire de 2012. Les dépenses de la sécurité sociale augmenteraient à un rythme moins soutenu qu'au cours des années

précédentes. Cette évolution s'explique principalement par des économies consenties au titre des soins de santé et par des réformes structurelles du marché du travail. La progression des dépenses des communautés et régions serait également modérée. En revanche, les dépenses des administrations locales augmenteraient considérablement, sous l'influence de la hausse traditionnellement élevée des investissements en année électorale.

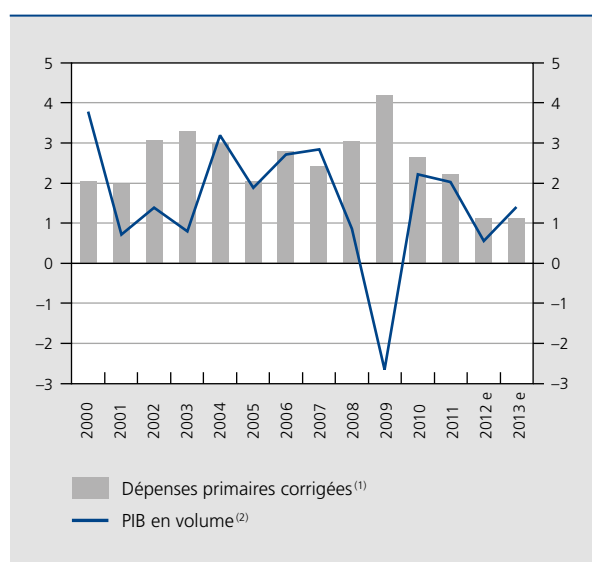
La croissance des dépenses primaires en 2013 est naturellement plus difficile à estimer, les budgets de cette année-là n'étant pas encore disponibles. Les estimations pour 2013 tablent sur une politique des dépenses relativement neutre. Il est toutefois tenu compte de l'incidence des mesures prises dans le cadre de l'accord du gouvernement fédéral 2012-2014. Ces mesures pèseraient quelque peu sur l'augmentation réelle des dépenses du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale. S'agissant de cette dernière, la croissance des dépenses, bien que tempérée par la réforme des pensions qui sortira ses effets à partir de 2013, dépassera pourtant encore nettement celle du PIB. Les dépenses des administrations locales devraient connaître une forte contraction, sous l'effet d'un net recul des investissements après les élections.

4.4 Endettement

Le taux d'endettement des administrations publiques avait reculé sans interruption entre 1993 et 2007. En 2008,

GRAPHIQUE 7 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB

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



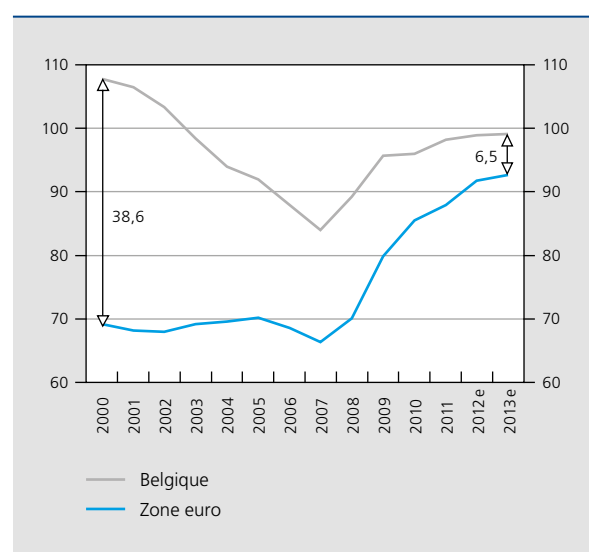
Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses primaires déflatées par l'IPCH et corrigées de l'incidence des facteurs conjoncturels, non récurrents et budgétairement neutres, ainsi que de l'effet de l'indexation. Ce dernier est l'effet découlant de l'écart entre l'indexation effective des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

GRAPHIQUE 8 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB)



Sources: CE, ICN, BNB.

cette baisse a pris fin brutalement, les autorités publiques ayant été amenées à injecter du capital dans certaines institutions financières au cours de la crise qui a secoué ce secteur. Depuis, le ratio d'endettement a continué de grimper considérablement. En 2011, la dette a augmenté de 2,4 points de pourcentage, atteignant 98,2 % du PIB, principalement en raison de l'acquisition de Dexia Banque Belgique (Belfius) pour le compte de l'État et de l'octroi de prêts aux États grec, irlandais et portugais.

Selon les projections, la dette des administrations publiques devrait encore s'alourdir de manière significative, à 98,9 % du PIB à la fin de 2012. L'endettement est de nouveau tiré à la hausse par des facteurs exogènes. Ainsi, les prêts accordés dans le cadre du deuxième plan de sauvetage de la Grèce et l'injection prévue de capital dans le Mécanisme européen de stabilité dépasseraient nettement le montant du remboursement partiel attendu de l'aide en capital au secteur financier.

En 2013, la dette progresserait toujours, mais dans une mesure limitée, pour s'établir à 99,2 % du PIB.

5. Appréciation des facteurs de risque

Les évolutions économiques observées en Belgique et dans la zone euro au cours des trois dernières années, depuis le creux de la grande récession à la mi-2009, et les projections pour 2012 et 2013 confirment les enseignements des crises financières passées : la résorption est lente, la reprise accidentée et l'intensité inégale suivant la situation des économies concernées.

Selon les résultats présentés dans cet article, la faiblesse de la demande et de l'activité observée de manière générale durant le second semestre de 2011 et au début de 2012, sous l'effet d'un fort regain d'incertitude, ne serait que temporaire. Elle ferait place à une amélioration, mais cette dernière resterait limitée. Il s'agit du scénario le plus plausible, compte tenu des hypothèses prises en compte, la plus cruciale à cet égard étant l'absence de catastrophes majeures au cours des prochains mois. Cela suppose clairement que la crise de la zone euro ne s'aggrave pas et qu'elle n'ait pas de répercussions irrémédiables sur des institutions financières systémiques. Au contraire, les mesures arrêtées par les autorités gouvernementales et monétaires sur ces plans devraient finir par prendre effet.

À ces conditions, les hypothèses techniques retenues – notamment le niveau faible des taux d'intérêt, le recul modéré des cours du pétrole et le raffermissement progressif de la demande extérieure – sont de nature à induire une embellie conjoncturelle, tant dans la zone

euro qu'en Belgique. Celle-ci reste toutefois contenue, en raison des ajustements approfondis qui sont engagés, et devraient être poursuivis, en matière de finances publiques, de position des institutions financières, de compétitivité et de renforcement du potentiel économique général. À ce propos, la crédibilité des politiques décidées et la détermination dans leur mise en œuvre sont décisives pour restaurer la confiance des agents économiques. Dans un contexte de grande incertitude, tout doute à ce sujet entraîne des réactions démultipliées, notamment sur les marchés financiers.

Plus spécifiquement, les projections de croissance et d'inflation pour la Belgique restent largement dépendantes de l'environnement international. Les risques à cet égard semblent, de manière prépondérante, être de nature à grever les perspectives. En dehors de la zone euro, les États-Unis doivent encore relever des défis importants en matière de finances publiques, tandis que des difficultés subsistent sur les fronts de l'emploi et du marché immobilier. Le caractère soutenable de la poursuite du développement à un rythme rapide des économies émergentes suscite également des doutes. Enfin, si les facteurs susmentionnés sont de nature à peser sur les cotations du pétrole, les tensions géopolitiques peuvent au contraire donner lieu à des hausses additionnelles des cours du pétrole, qui seraient particulièrement néfastes dans la situation actuelle, particulièrement en ce qui concerne l'inflation et l'évolution des coûts salariaux en Belgique. Au sein de la zone euro, le redressement attendu de la demande intérieure en Allemagne constituerait un facteur susceptible de soutenir l'activité dans les économies proches et de favoriser la résorption des déséquilibres dans les économies périphériques, en proie à des ajustements en profondeur. Ce processus reste toutefois semé d'embûches.

Sur le plan intérieur, la consolidation budgétaire menée au cours des six derniers mois ne semble avoir exercé que des effets directs limités sur la croissance du PIB, comme en témoigne le fait que les projections pour 2012 soient du même ordre que celles présentées en décembre 2011, ou du moins ceux-ci ont-ils été compensés notamment par une évolution plus favorable du taux d'épargne des ménages et des taux d'intérêt sur les marchés. En effet, même s'il est susceptible de peser temporairement sur l'évolution des revenus des ménages et des sociétés, un assainissement crédible et soutenable des finances publiques a aussi pour effet immédiat d'asseoir la confiance des agents économiques et financiers et, à terme, de renforcer l'assise de la croissance de l'économie. Pour pérenniser l'action de ces facteurs et pour ramener la dette publique sur une trajectoire soutenable à long terme, il convient de perpétuer les efforts budgétaires,

TABLEAU 8 COMPARAISON DES PRÉVISIONS POUR LA BELGIQUE

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

	PIB en volume		Inflation ⁽¹⁾		Solde budgétaire ⁽²⁾		Date de publication
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	
BNB – Printemps 2012	0,6	1,4	2,6	1,5	-2,8	-3,1	juin 2012
<i>p.m. Automne 2011</i>	<i>0,5</i>	<i>n.</i>	<i>2,4</i>	<i>n.</i>	<i>n.</i>	<i>n.</i>	<i>décembre 2011</i>
Bureau fédéral du plan (BFP)	0,1	1,4	2,9	1,9	-2,6	-2,8	mai 2012
FMI	0,0	0,8	2,4	1,9	-2,9	-2,2	avril 2012
CE	0,0	1,2	2,9	1,8	-3,0	-3,3	mai 2012
OCDE	0,4	1,3	2,9	1,9	-2,8	-2,2	mai 2012
<i>p.m. Réalisations 2011</i>	<i>2,0</i>		<i>3,5</i>		<i>3,7</i>		

(1) IPCH, sauf BFP: déflateur de la consommation finale des particuliers.

(2) Pourcentages du PIB.

comme annoncé dans le programme de stabilité. Sur la base des mesures actuellement décidées, les projections de la Banque en matière de solde budgétaire montrent un résultat pour 2012 similaire à celui des autres institutions, nonobstant une croissance affichée plus élevée. En 2013, le déficit se creuserait quelque peu et s'éloignerait donc des objectifs budgétaires, comme c'est le cas aussi dans les projections de la CE, alors que le FMI et l'OCDE anticipent que des mesures additionnelles permettraient une réduction.

Pour que les institutions financières puissent continuer de jouer leur rôle primordial dans le financement de l'économie et dans la préservation de l'épargne, elles doivent poursuivre la consolidation de leur bilan. Compte tenu, notamment, des interactions avec la crise souveraine dans la zone euro, le contexte reste difficile à cet égard, malgré le soutien apporté par la BCE via l'octroi de liquidités.

Comme indiqué précédemment, en matière d'inflation, les projections de la Banque montrent un ralentissement

significatif en 2013. Plus marqué que dans les prévisions des autres institutions, il est initié par l'évolution attendue des cours du pétrole et avivé par sa transmission aux coûts salariaux, dans l'hypothèse d'augmentations très modérées de ceux-ci en termes réels. Cela permet d'atténuer l'évolution soutenue en 2011 et en 2012, supérieure à celle des concurrents des pays voisins. À défaut, l'activité et l'emploi seraient affectés négativement, au travers des exportations et des investissements.

De manière générale, des mesures structurelles doivent permettre de soutenir à long terme la consolidation budgétaire et l'amélioration du potentiel de croissance et de compétitivité de l'économie. Celles décidées par le gouvernement pour le marché du travail et les pensions constituent des pas indispensables dans la bonne direction. Elles doivent être renforcées et élargies à d'autres éléments du fonctionnement de l'économie, de manière à accroître la stabilité des perspectives à long terme des entreprises et des ménages et à raffermir la résilience de l'économie face aux chocs externes.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2009	2010	2011	2012 e	2013 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	-2,7	2,2	2,0	0,6	1,4
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	-1,2	1,1	1,7	0,5	1,0
Exportations nettes de biens et de services	-0,7	1,2	-0,5	-0,3	0,4
Variation des stocks	-0,8	0,0	0,8	0,3	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	0,0	2,3	3,5	2,6	1,5
Indice-santé	0,6	1,7	3,1	2,6	1,5
Déflateur du PIB	3,4	1,8	1,9	2,2	1,5
Termes de l'échange	2,7	-1,5	-1,2	0,1	-0,1
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	3,8	-0,1	2,1	3,0	1,5
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	2,7	0,9	2,5	3,1	2,0
Productivité horaire dans le secteur privé	-1,0	1,0	0,4	0,1	0,6
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	-7,6	37,0	62,2	14,3	16,6
<i>p.m. Variation en cours d'année⁽¹⁾, en milliers de personnes</i> ...	-23,2	63,4	46,7	3,3	21,1
Volume total de travail ⁽²⁾	-1,6	1,1	1,7	0,1	0,8
Taux de chômage harmonisé ⁽³⁾ (pourcentages de la population active)	7,9	8,3	7,2	7,5	7,7
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	3,0	-0,6	1,1	-0,4	1,7
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	18,5	16,2	16,4	15,6	16,4
Finances publiques⁽⁴⁾					
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-5,6	-3,8	-3,7	-2,8	-3,1
Solde primaire (pourcentages du PIB)	-2,0	-0,4	-0,4	0,6	0,2
Dette publique (pourcentages du PIB)	95,7	95,9	98,2	98,9	99,2
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)					
	-1,6	1,4	-0,8	-1,4	-1,0

Sources: CE, DGSIE, ICN, BNB.

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

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

(3) Pourcentages de la population active de 15 ans et plus, données non corrigées des effets de calendrier.

(4) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure concernant les déficits publics excessifs (EDP).

Ce que le recours à la facilité de dépôt peut nous apprendre, et ce qu'il ne nous apprend pas

J. Boeckx,
S. Ide (*)

Introduction

Les deux volumineuses opérations d'octroi de liquidités menées par l'Eurosystème le 22 décembre 2011 et le 1^{er} mars 2012 ne sont pas passées inaperçues. Ces opérations, qui ont permis d'octroyer respectivement 489,2 et 529,5 milliards d'euros aux banques pour une durée de trois ans, ont été abondamment commentées par différents médias et opérateurs de marché. Elles ont permis aux banques de couvrir aisément leurs besoins de financement actuels et futurs. À la suite de la nouvelle aggravation de la crise financière, certaines banques ont en effet été confrontées à des problèmes de financement, lesquels ont par exemple pris la forme de transferts de dépôts des épargnants ou de difficultés pour placer des titres de créance. La forte hausse du recours à la facilité de dépôt – un compte auprès de la banque centrale sur lequel les banques peuvent placer leurs excédents de liquidités en fin de journée à un taux pénalisant – a pour sa part largement été citée par les observateurs pour illustrer la gravité de la crise bancaire et la méfiance accrue entre les banques.

Dans le présent article, nous tentons de nuancer quelque peu deux interprétations qui sont faites du recours à la facilité de dépôt. La première voit les fluctuations journalières des montants sur la facilité de dépôt comme le reflet au jour le jour des tensions sur le marché interbancaire. Étant donné que les banques doivent satisfaire à une obligation de réserves moyennes durant une période de constitution de réserves et qu'elles souhaitent répondre à leurs obligations en début de

période, l'évolution du recours à la facilité de dépôt affiche un profil saisonnier, lequel n'est pas observé au niveau de l'excédent de liquidités sur le marché monétaire, qui se compose du recours à la facilité de dépôt et des avoirs que les banques détiennent sur leur compte courant auprès de l'Eurosystème en sus des réserves obligatoires. C'est donc cet excédent qui semble le plus apte à mesurer les tensions au sein du système bancaire – c'est-à-dire le degré avec lequel la banque centrale opère comme intermédiaire entre les banques.

Une deuxième interprétation erronée est l'affirmation selon laquelle le recours important à la facilité de dépôt signifie que les banques ne prêtent pas à l'économie réelle et qu'elles thésaurisent auprès de l'Eurosystème les liquidités qui leur sont octroyées. Comme la relation entre l'Eurosystème et ses contreparties constitue un circuit fermé, le recours élevé à la facilité de dépôt ne nous apprend quasiment rien sur l'octroi de crédits des banques individuelles au secteur non financier ou sur l'affectation des liquidités de banque centrale qu'elles reçoivent.

L'article se structure comme suit. Il commence par exposer une série de notions fondamentales concernant la gestion des liquidités de l'Eurosystème, en mettant l'accent, notamment, sur le bilan des banques centrales, sur le besoin de liquidités consolidé du système bancaire, sur l'excédent de liquidités apparu à la suite des tensions sur le marché interbancaire et sur la manière dont cet

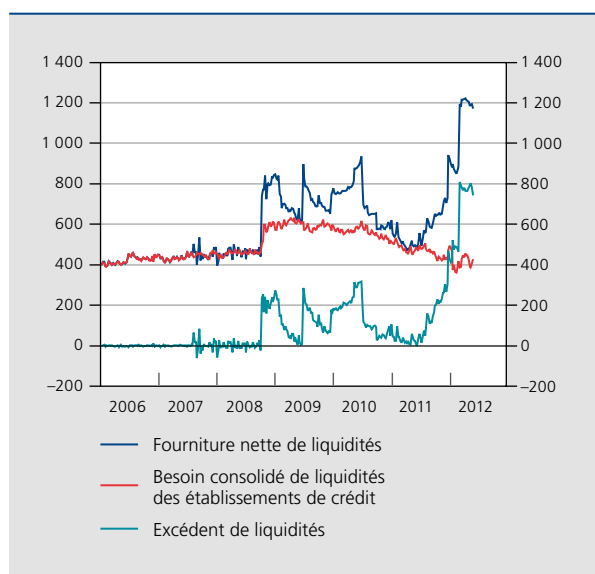
(*) Les auteurs tiennent à remercier L. Aucremanne, A. Bruggeman et E. De Koker pour leurs commentaires et suggestions à propos de l'article.

excédent s'exprime dans le bilan de l'Eurosystème. Il explique ensuite pourquoi c'est le niveau de l'excédent de liquidités, plutôt que les montants placés sur la facilité de dépôt, qui constitue un indicateur des difficultés des banques à se financer. Enfin, il montre, à l'aide de quelques exemples, que le niveau de l'excédent de liquidités ne nous renseigne pas sur le comportement des banques commerciales en matière d'octroi de crédits à l'économie réelle.

1. La gestion de la liquidité par l'Eurosystème : quelques concepts de base

Au terme des deux opérations de fourniture de liquidités d'une durée de trois ans, l'excédent de liquidités – c'est-à-dire la différence entre les liquidités allouées par l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire et le besoin consolidé de liquidités des établissements de crédit – s'est considérablement accru dans la zone euro. Il était déjà en augmentation constante depuis juillet 2011, parallèlement à l'intensification des turbulences financières. Le 25 mai 2012, l'apport net de liquidités, qui se compose principalement des opérations de refinancement menées avec des établissements de crédit, atteignait 1 170 milliards d'euros, alors que le besoin de liquidités s'élevait à 426 milliards d'euros.

GRAPHIQUE 1 LIQUIDITÉ DANS L'EUROSYSTÈME
(données hebdomadaires, milliards d'euros)



Source : Thomson Reuters Datastream.

Le bilan consolidé de l'Eurosystème permet de comprendre comment se forment le besoin et l'excédent de liquidités. À l'actif du bilan figurent les rubriques dont la hausse a une incidence positive sur les liquidités à la disposition du secteur bancaire, tandis qu'au passif figurent celles conduisant à une ponction de liquidités auprès du secteur bancaire. Ce dernier est confronté à un besoin de liquidités parce que les facteurs autonomes de ponction de liquidités (tels que les billets de banque en circulation ou les dépôts que les administrations publiques détiennent auprès des banques centrales nationales) sont plus élevés que les facteurs autonomes d'apport de liquidités (comme les investissements de portefeuille réalisés par l'Eurosystème en dehors de la politique monétaire). Le besoin de liquidités est encore accentué par les réserves obligatoires imposées aux établissements de crédit.

Le secteur bancaire dépend de l'Eurosystème pour refinancer ce besoin consolidé de liquidités (représenté par la ligne rouge et les cadres rouges respectivement dans les graphiques 1 et 2). Ce refinancement s'opère essentiellement au moyen des opérations de refinancement de l'Eurosystème, mais aussi via la facilité de prêt marginal. Le recours à cette facilité est généralement limité car cette dernière est assortie d'un taux d'intérêt pénalisant⁽¹⁾. Par ailleurs, les achats de titres effectués dans le cadre de la politique monétaire contribuent également à apurer le besoin de liquidités. Les opérations d'apport de liquidités augmentent, au passif du bilan de la banque centrale, les avoirs en compte courant détenus par la contrepartie de cette opération auprès de l'Eurosystème. À l'inverse, tant les opérations de réglage fin que les dépôts à terme soustraient des liquidités au marché – ils impliquent tous deux une diminution du compte courant détenu par la contrepartie auprès de l'Eurosystème –, de sorte que l'apport de liquidités par l'Eurosystème s'en trouve réduit.

Lorsque le marché interbancaire fonctionne correctement, les banques en surplus prêtent facilement leurs excédents de liquidités aux banques en déficit. Cela signifie que le secteur bancaire considéré dans son ensemble ne sollicite, en principe, un refinancement auprès de l'Eurosystème qu'à hauteur de son besoin consolidé de liquidités. De plus, avant l'aggravation de la crise en septembre 2008, l'Eurosystème a ajusté son offre de manière à mettre en adéquation l'offre et la demande et à stabiliser ainsi le taux d'intérêt au jour le jour à un niveau proche du taux directeur central. Dans ce cas, l'excédent de liquidités – défini comme le recours à la facilité de dépôt et les avoirs détenus en compte courant en sus des réserves

(1) Pour une description plus détaillée, cf. également Aucremanne, Boeckx et Vergote (2007).

GRAPHIQUE 2 BILAN CONSOLIDÉ ET SIMPLIFIÉ DE L'EUROSYSTEME

(milliards d'euros)

Actif			Passif		
	2007 ⁽¹⁾	25 mai 2012		2007 ⁽¹⁾	25 mai 2012
Facteurs autonomes de liquidité			Facteurs autonomes de liquidité		
Actifs externes nets	323,7	675,6	Billets en circulation	629,6	879,8
Autres facteurs autonomes (nets)	106,5	26,9	Dépôts des administrations publiques	52,5	143,0
Instruments de politique monétaire			Comptes courants		
Opérations principales de refinancement	263,6	37,9	Réserves obligatoires	187,4	106,6
Opérations de refinancement à plus long terme	183,3	1061,8	Avoirs en compte courant détenus en sus des réserves obligatoires	1,9	-16,6
Programmes d'achat d'obligations sécurisées et programme pour les marchés de titres	0,0	280,6	Instruments de politique monétaire		
Facilité de prêt marginal	0,2	2,1	Dépôts à terme	0,0	212,0
			Opérations de réglage fin (nettes)	5,4	0,0
Total	877,3	2084,9	Facilité de dépôt	0,5	760,1
			Total	877,3	2084,9

Source : BCE.

(1) Moyenne de 2007.

obligatoires – est très limité (représenté par la ligne verte et les cadres verts respectivement dans les graphiques 1 et 2). En revanche, lorsque des turbulences secouent le marché, les banques ne négocient plus entre elles leurs excédents et leurs déficits, et l'on ne peut plus qualifier le secteur bancaire d'homogène. Il lui faut davantage de refinancement de banque centrale que ce qui semble strictement nécessaire à la lumière du besoin consolidé de liquidités, si bien que l'excédent de liquidités s'accroît.

À l'heure actuelle, certaines banques sont en effet confrontées à un excédent de liquidités, du fait, par exemple, d'un afflux de dépôts d'épargne, mais elles ne sont plus disposées à prêter cet excédent à d'autres banques ayant par exemple enregistré une sortie de leurs dépôts. Les banques en excédent préfèrent, en fin de journée, placer leur surplus en toute sécurité auprès de la banque centrale; quant aux banques en déficit, elles assurent leur financement en contractant davantage de prêts auprès de la banque centrale, contre remise de garanties. Ce processus a été simplifié par la décision d'octobre 2008 de conduire toutes les opérations de refinancement à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ainsi, l'octroi de liquidités est entièrement dicté par la demande, ce qui constitue une nette différence

par rapport à la période antérieure à octobre 2008. À l'époque, les liquidités étaient allouées par enchères, un montant préalablement déterminé – selon le besoin consolidé de liquidités – étant adjugé en fonction du taux d'intérêt offert par les contreparties (BNB, 2009).

Les banques n'étant plus disposées à négocier facilement leurs excédents, le secteur bancaire, considéré dans son ensemble, dispose, à l'aune du besoin consolidé de liquidités, de plus de liquidités de banque centrale que nécessaire lorsque le marché interbancaire fonctionne correctement. Ainsi, l'ampleur de l'excédent de liquidités constitue en effet un indicateur de la mesure dans laquelle la banque centrale doit assumer le rôle d'intermédiaire, et donc également du degré de méfiance entre les banques. Le bilan simplifié de l'Eurosysteme en donne une illustration : à la fin de mai 2012, il présente, à l'actif, un octroi net de liquidités au secteur bancaire considérable et, en contrepartie, au passif, un montant volumineux pour les avoirs du secteur bancaire (avoirs en compte courant et recours à la facilité de dépôt). Il est dès lors exact d'affirmer qu'il règne actuellement une grande méfiance entre les banques de la zone euro; ce constat est d'ailleurs corroboré, par exemple, par la prime de risque encore substantielle qu'intègrent les taux d'intérêt Euribor.

2. L'excédent de liquidités, plutôt que le recours à la facilité de dépôt, comme indicateur de tensions dans le secteur bancaire

Il existe un lien étroit entre la taille de l'excédent de liquidités et les montants placés sur la facilité de dépôt. La correspondance entre ces deux variables n'est cependant pas parfaite car les banques préfèrent satisfaire à leurs obligations en matière de réserves obligatoires moyennes dès le début de la période de constitution des réserves, d'une durée d'un mois environ. En effet, ce système de réserves obligatoires consiste, pour les banques, à détenir un montant moyen sur leur compte courant auprès de l'Eurosystème au cours de la période de constitution des réserves. Ce montant est calculé en fonction de l'assiette des réserves définie à partir des éléments à court terme du passif des établissements de crédit, soit les dépôts notamment. Le bilan à l'issue d'un mois civil donné sert à déterminer les réserves obligatoires pour la période de constitution débutant deux mois civils plus tard. C'est ainsi que les données bilancielle de la fin d'avril servent à définir les réserves obligatoires de la période de constitution des réserves qui débute en juin. Les banques sont rémunérées pour ces avoirs en compte courant au taux des opérations principales de refinancement – qui s'élevait à 1 % lors de la finalisation du présent article à la fin de mai 2012 –, mais uniquement dans la mesure où ces avoirs couvrent les réserves obligatoires : les excédents de réserves ne sont pas rémunérés. De par le paiement d'un intérêt correspondant au taux des opérations principales de refinancement sur les réserves obligatoires, celles-ci sont neutres pour les banques sur le plan des coûts. Le fait que les réserves obligatoires ne représentent qu'une moyenne à détenir au cours d'une période de constitution des réserves entraîne un mécanisme de stabilisation automatique du taux d'intérêt au jour le jour, créant ainsi un amortisseur permettant d'absorber les chocs de liquidité qui touchent des banques individuelles.

Les banques choisissent en général de remplir cette obligation dès le début de la période de constitution et commencent donc par placer l'excédent de liquidités sur leur compte courant (processus de préalimentation ou *frontloading*)⁽¹⁾, pour ensuite, après avoir constitué leurs réserves obligatoires, placer leurs excédents sur la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Même si celui-ci est limité, cela leur rapporte au moins un rendement : à la clôture du présent article à la fin de mai 2012, il s'établissait à 25 points de base. Il est donc normal – pour un surplus de liquidités donné – d'observer une hausse du montant placé sur la facilité de dépôt à mesure qu'approche la fin de la période de constitution des réserves, sans que cela traduise pour autant une méfiance accrue entre les banques.

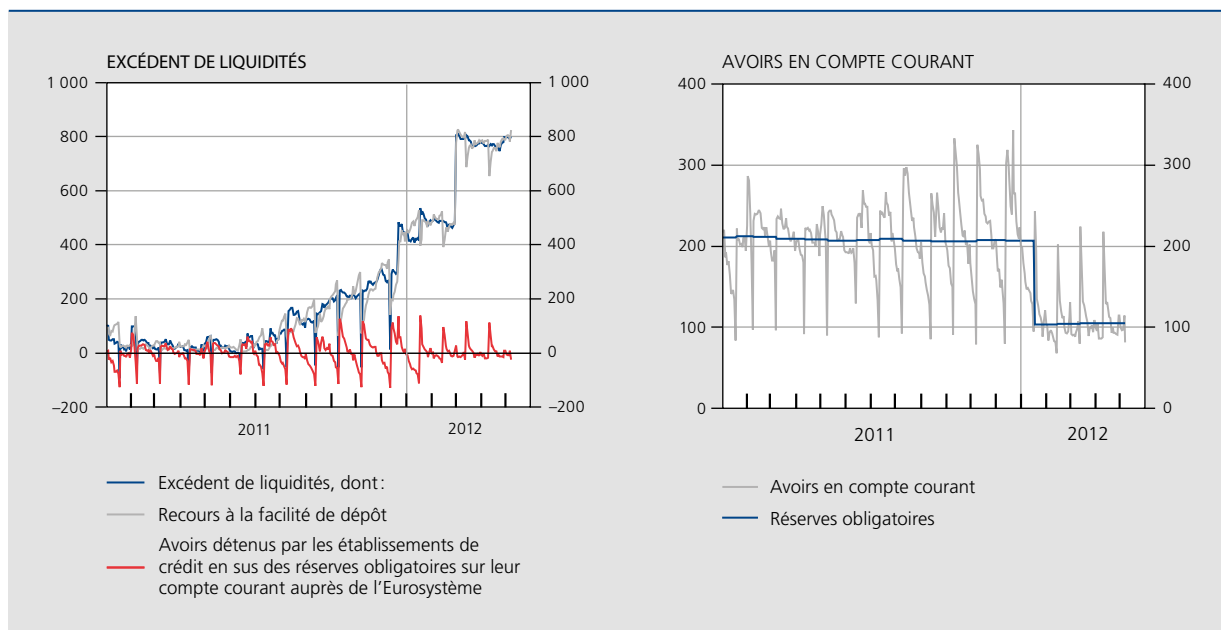
Le 8 décembre 2011, le Conseil des gouverneurs a adopté, outre les deux opérations d'une durée de trois ans, deux mesures ayant une incidence sur le recours à la facilité de dépôt, sur les réserves excédentaires et sur les excédents de liquidités. Premièrement, il a été décidé que, à compter de la période de constitution des réserves qui débutait le 14 décembre, il ne serait plus procédé, le dernier jour des périodes de constitution des réserves, à une opération de réglage fin visant à absorber des liquidités. Ce type d'opération est utile dans le cadre d'une politique visant des conditions de liquidité équilibrées, comme c'était le cas avant octobre 2008. Dans ce cas, l'on s'efforce d'aller à l'encontre des pressions à la baisse sur le taux d'intérêt au jour le jour en réduisant, à la fin de la période de constitution des réserves, l'excédent de liquidités qui apparaît systématiquement à ce moment. Pour ce faire, les contreparties avaient ainsi la possibilité de placer des liquidités auprès de l'Eurosystème pour une durée d'un jour à un taux qui était déterminé lors d'une adjudication et était supérieur à celui de la facilité de dépôt. Toutefois, dans un environnement d'excédent de liquidités considérable et de conditions de liquidité définies par la demande, ces opérations n'ont plus été jugées utiles. C'est ainsi qu'a disparu, à partir de janvier 2012, le recul très prononcé de l'excédent de liquidités et du recours correspondant à la facilité de dépôt que l'on pouvait observer à la fin de chaque période de constitution des réserves. Le premier jour d'une nouvelle période de constitution des réserves, le recours à la facilité de dépôt affiche cependant toujours une nette diminution, due à la préférence évoquée ci-avant des contreparties pour la constitution des réserves obligatoires moyennes dès le début de la période.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé, à compter de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012, de diminuer de moitié le coefficient des réserves, le ramenant de 2 à 1 %. Dans le cadre d'une politique de satisfaction intégrale de toutes les soumissions introduites lors des opérations de refinancement, les réserves obligatoires ne jouent effectivement plus un rôle important dans l'ajustement des conditions de liquidité. En effet, le rôle d'amortisseur que jouent les réserves obligatoires moyennes dans les fluctuations du taux d'intérêt au jour le jour ne semble plus pertinent dans les conditions de liquidité généreuses actuelles, le taux d'intérêt au jour le jour se situant depuis longtemps à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt. De plus, la réduction de moitié du coefficient des réserves diminue mécaniquement le besoin consolidé de liquidités. Ceteris paribus, les banques doivent

(1) Cf. BNB (2008) et BNB (2009) pour de plus amples détails.

GRAPHIQUE 3 EXCÉDENT DE LIQUIDITÉS ET AVOIRS EN COMPTE COURANT

(données journalières, milliard d'euros)



Source : Thomson Reuters Datastream.

moins recourir aux opérations de refinancement de l'Eurosystème, ce qui libère certaines garanties auparavant utilisées dans le cadre de ces opérations. Dès lors, la tendance saisonnière typique des avoirs en compte courant est devenue moins prononcée, les contreparties semblant plus réticentes à réduire sensiblement leurs avoirs en compte courant. Ainsi, la tendance saisonnière qui se manifestait dans le recours à la facilité de dépôt est également devenue moins vive.

Enfin, il convient également de souligner que les deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans ont entraîné au total la mise à disposition d'un montant d'environ 1 019 milliards, qui restera en circulation au moins jusqu'au 30 janvier 2013, ces opérations étant assorties d'une option de remboursement à l'issue d'un délai d'un an. Cela signifie que – dans l'hypothèse d'un besoin de liquidités inchangé d'environ 426 milliards d'euros, comme c'était le cas le 25 mai – un excédent de liquidités subsistera de toute façon, même si les banques pouvaient à nouveau recourir à leurs sources traditionnelles de refinancement et si, par conséquent, elles ne demandaient plus de financement dans le cadre des autres opérations d'*open market*. Dans cette optique, il convient même de conserver une certaine prudence dans l'interprétation de l'excédent de liquidités comme indicateur de tensions dans le système bancaire. Dans le contexte actuel, c'est donc plutôt

la variation – et pas tellement le niveau absolu – de l'excédent de liquidités qui semble être pertinente pour estimer l'évolution de ces tensions. Cela a également été le cas après l'adjudication, en juin 2009, d'un montant de 442 milliards d'euros demandé lors d'une opération d'une durée d'un an.

3. L'excédent de liquidités et les bilans des établissements de crédit individuels

La présence de ces avoirs considérables auprès de l'Eurosystème signifie-t-elle que les établissements de crédit n'utilisent pas les fonds que celui-ci leur octroie mais se contentent de les thésauriser auprès de la banque centrale? Voilà une question qui semble davantage pertinente, mais à laquelle il convient de répondre par la négative, même si l'on ne peut nier que l'octroi de crédits et la création de monnaie par les banques de la zone euro sont, pour l'heure, ténus. Deux cas de figure permettent d'illustrer brièvement notre propos, Keister et McAndrews (2009) fournissant des exemples plus détaillés. Tous deux renvoient également au phénomène que le président de la BCE décrivait comme suit lors de la conférence de presse donnée dans la foulée du Conseil des gouverneurs du 12 janvier 2012 (BCE, 2012a): «... it is actually quite interesting to see that, by and large, the banks that have

borrowed the money from the ECB are not the same as those that are depositing the money with the deposit facility of the ECB. »

Supposons que la banque A obtienne des liquidités supplémentaires grâce à un emprunt auprès de la banque centrale (une augmentation de ses avoirs en compte courant détenus auprès de l'Eurosystème) et qu'elle accorde par ailleurs un prêt hypothécaire à un ménage (ou souscrive à l'émission d'une obligation d'État). Cette opération se traduit au bilan de la banque A par un prêt à un ménage (ou par la détention d'une obligation d'État) à l'actif et par des dépôts d'un montant équivalent au passif. Les avoirs en compte courant que cette banque détient auprès de la banque centrale ne sont aucunement modifiés par l'octroi du prêt (ou par la souscription à l'obligation). Ce n'est que lorsque le ménage (ou l'État) utilise à son tour les sommes perçues pour payer son entrepreneur (ou ses fonctionnaires) que les avoirs en compte courant de la banque A diminuent. Toutefois, l'entrepreneur (ou le fonctionnaire) place alors à son tour ces sommes auprès d'une banque B, qui enregistre de ce fait une entrée de liquidités sur le compte courant qu'elle détient auprès de la banque centrale. Cet exemple simple montre que l'octroi de crédits au secteur non financier peut augmenter alors que les avoirs de l'ensemble du secteur bancaire auprès de l'Eurosystème demeurent inchangés. Il convient cependant de noter que l'octroi de ce prêt (ou l'achat d'obligations), qui implique en effet la création d'un dépôt bancaire en contrepartie, entraînera l'assiette des réserves à la hausse. Cette évolution fera, à son tour, grimper les réserves obligatoires, si bien que les besoins de financement consolidés s'accroîtront et que, *ceteris paribus*, l'excédent de liquidités se réduira. Les liquidités allouées par la banque centrale viennent donc peu à peu gonfler les réserves obligatoires et n'apparaissent plus en tant que réserves excédentaires ou sous la forme d'un recours à la facilité de dépôt⁽¹⁾. Ce phénomène se produit néanmoins avec un décalage, puisque l'assiette des réserves pour une période de constitution des réserves donnée est déterminée, comme indiqué plus haut, sur la base de l'état des bilans des établissements de crédit deux mois auparavant. En d'autres termes, même dans le cas où les liquidités octroyées par la banque centrale sont immédiatement utilisées par les banques commerciales pour octroyer des crédits, elles ne peuvent apparaître, dans un premier temps, que sous la forme de réserves excédentaires ou d'un recours plus marqué à la facilité de dépôt. En outre, le coefficient de réserves étant de 1 %, ce phénomène est d'une ampleur très limitée, puisqu'une augmentation de l'octroi de crédits de 100 milliards d'euros n'entraîne une hausse des réserves obligatoires que de 1 milliard d'euros.

Les données disponibles jusqu'à avril 2012 inclus font apparaître que l'évolution de l'octroi de crédits au secteur non financier et de la masse monétaire large est demeurée très modérée. Ceci ne signifie cependant pas que les liquidités fournies par l'Eurosystème n'ont pas été utilisées. Un second exemple permet d'éclaircir ce point.

Comme le suggère l'encadré 4 du Bulletin mensuel de la BCE de janvier (2012b), les importants besoins de financement auxquels les banques devront faire face dans les années à venir ont constitué un critère déterminant de l'engouement suscité par les opérations à plus long terme. Ainsi, si la banque A utilise le refinancement supplémentaire de l'Eurosystème pour rembourser des dettes interbancaires arrivées à échéance, ses avoirs en compte courant détenus auprès de l'Eurosystème baisseront (après avoir augmenté dans un premier temps d'un montant équivalent à la demande de cette banque dans le cadre de l'opération de refinancement à plus long terme), tandis que les avoirs en compte courant de la banque B, qui avait accordé le prêt à la banque A mais ne souhaitait pas le renouveler à l'échéance pour une question de méfiance envers la banque A, grossiront. Il apparaît de nouveau que les avoirs détenus par l'ensemble du secteur bancaire auprès de l'Eurosystème ne varient pas, même lorsqu'ils sont utilisés pour des transactions interbancaires. Dans de telles circonstances, c'est précisément parce que l'Eurosystème se positionne entre les banques individuelles que les établissements de crédit qui souffrent d'une pénurie de liquidités ne sont pas contraints de vendre des actifs en urgence ou de suspendre trop vite leurs octrois de crédits à l'économie réelle. Un scénario dans lequel les établissements de crédit se verraient dans l'obligation, faute d'une autre possibilité de financement, de réduire brusquement leur bilan aurait, à son tour, des répercussions négatives sur l'activité économique et ferait donc peser des risques baissiers sur la stabilité des prix. La plus grande quantité de monnaie de banque centrale mise à la disposition des établissements de crédit par l'Eurosystème peut dès lors, sous l'angle d'un modèle mécanique du multiplicateur monétaire, être vue comme une compensation de la nette contraction du multiplicateur monétaire en raison de la crise financière, qui permet ainsi de soutenir la création normale de monnaie et de crédits.

(1) Dans le cas d'un ratio de réserve de 1 %, un euro supplémentaire en monnaie de banque centrale peut, théoriquement, en vertu de la théorie du multiplicateur monétaire, permettre d'octroyer des prêts supplémentaires pour un montant de 100 euros. Ces prêts induisent en effet des dépôts bancaires supplémentaires à concurrence de 100 euros qui, à leur tour, font augmenter les réserves obligatoires d'un euro. Pour de plus amples détails et explications, cf. Aucremanne, Boeckx et Vergote (2007).

Conclusion

Certaines banques de la zone euro rencontrent des difficultés pour se financer sur les marchés. Elles sollicitent dès lors l'Eurosystème pour se refinancer, amenant ce dernier à jouer un rôle plus important d'intermédiaire. Sur le plan comptable, cela se traduit par un niveau inhabituellement élevé des dépôts des banques auprès de la banque centrale, que ce soit en compte courant sous la forme de réserves excédentaires, ou sur la facilité de dépôt.

Cette correspondance comptable ne fournit toutefois aucune information quant à l'octroi de crédits à l'économie réelle: le bilan de la banque centrale ne reflète en effet que l'interaction entre la banque centrale et ses contreparties et reste muet sur l'interaction entre les banques et le secteur non financier. Cette interaction fait l'objet de statistiques plus appropriées, telles que les données mensuelles relatives à l'octroi de crédits et à la création de monnaie par les banques de la zone euro. Enfin, dans un autre article de la présente revue, Cordemans et Ide (2012) proposent une analyse plus fouillée des éventuels défis que pose un tel excédent de liquidités pour l'exercice de la politique monétaire.

Bibliographie

Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « La gestion de la liquidité de l'Eurosystème pendant la période de turbulences sur les marchés financiers », BNB, *Revue économique*, 29-45, décembre.

BCE (2012a), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, 12 janvier.

BCE (2012b), *Évolutions économiques et monétaires. Bulletin mensuel*, janvier.

BNB (2008), *Rapport annuel 2007*.

BNB (2009), *Rapport annuel 2008*.

Cordemans N. et S. Ide (2012), « La politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro durant de la crise », BNB, *Revue économique*, juin.

Keister, T. et J. J. McAndrews (2009), *Why are banks holding so many excess reserves?*, Federal Reserve Bank of New York, *Current issues in economics and finance*, vol. 50, 8, décembre.

La politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro durant la crise

N. Cordemans
S. Ide

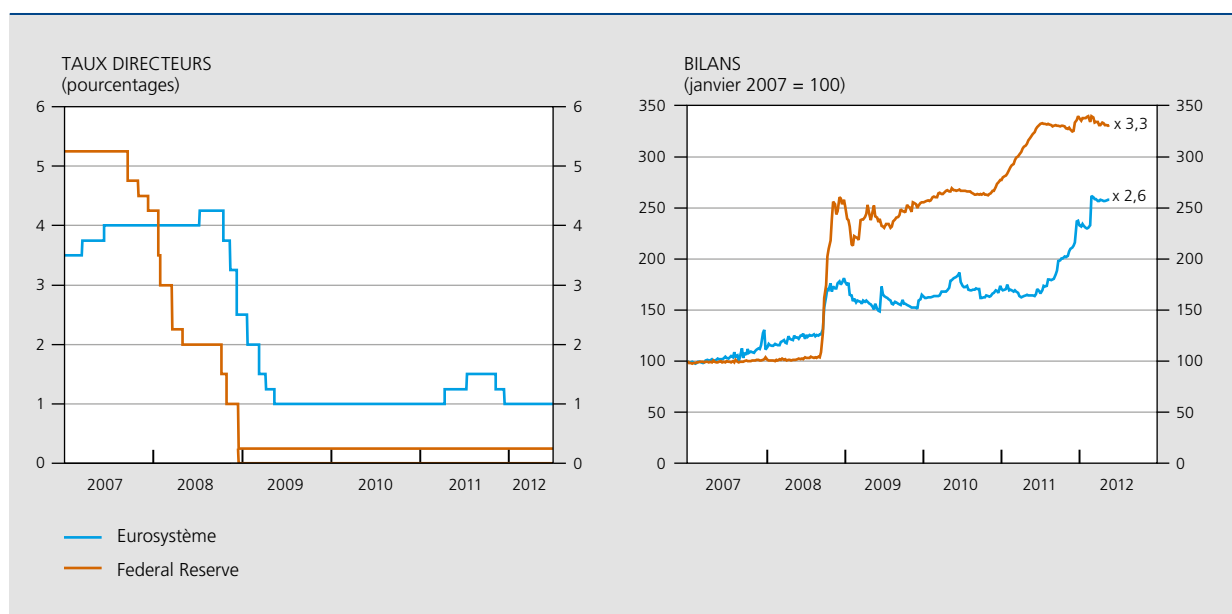
Introduction

De part et d'autre de l'Atlantique, les premiers soubresauts de la crise financière se sont manifestés par des tensions sur le marché monétaire. Ces dernières se sont ensuite rapidement propagées aux autres segments des marchés financiers, avant de toucher l'économie réelle. La déclaration de la faillite de la banque Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, a mué la crise financière déjà bien

installée en une panique financière généralisée et en une crise économique mondiale majeure. Ces événements ont induit des défis sans précédent pour les principales banques centrales de la planète, qui ont réagi avec force.

Dans le contexte de la crise, la Federal Reserve et l'Eurosystème ont profondément modifié la conduite de leurs politiques monétaires respectives. Afin d'éviter l'effondrement du système financier et de relancer

GRAPHIQUE 1 PRINCIPAUX TAUX DIRECTEURS ET BILANS DE LA FEDERAL RESERVE ET DE L'EUROSISTÈME



Sources: Thomson Reuters Datastream, BCE, Federal Reserve.

l'économie, ils ont procédé à des baisses rapides et substantielles de leurs taux d'intérêt directeurs, qui ont atteint des étages historiques. Ils ont par ailleurs adopté de nombreuses mesures exceptionnelles d'octroi de liquidités et d'achat massif de titres, renforçant leur rôle d'intermédiation et gonflant sensiblement la taille de leur bilan.

Cet article vise précisément à présenter et à analyser les réactions de la Federal Reserve et de l'Eurosystème lors des diverses étapes de la crise. La première partie montre que, en dépit de différences notables dans les actions entreprises, les défis rencontrés par l'une et l'autre banque centrale ont été largement similaires entre l'été de 2007 et l'automne de 2009. La deuxième partie esquisse l'évolution divergente des défis au cours de la période qui a suivi et les actions spécifiques entreprises par chacune des banques centrales pour y faire face. Elle aborde également la relation entre politique monétaire et politique budgétaire et les effets que la crise a pu avoir sur celle-ci. Enfin, la troisième partie tente de faire la lumière sur les défis posés par la politique monétaire actuelle. Elle s'intéresse notamment aux possibles effets secondaires des mesures de politique non conventionnelles adoptées durant la crise, à l'hétérogénéité qui prévaut aujourd'hui dans la zone euro et aux risques inhérents à la conduite d'une politique monétaire accommodante sur une longue période.

1. Des défis similaires jusqu'à l'automne de 2009

Aux premiers stades de la crise financière, la Federal Reserve et l'Eurosystème ont largement poursuivi le même objectif, à savoir la préservation de la stabilité financière et de la bonne transmission de la politique monétaire. Tout en menant des actions très différentes, ils ont chacun adapté leur cadre opérationnel, de manière à pallier les dysfonctionnements du marché monétaire, et ont pleinement joué leur rôle de prêteur en dernier ressort vis-à-vis du secteur financier. Au cours de la période qui a précédé la chute de Lehman Brothers, les deux banques centrales ont essentiellement modulé la composition de leur bilan. Le rôle crucial d'intermédiaire qu'elles ont adopté par la suite s'est en revanche traduit par un gonflement sans précédent de la taille de ceux-ci.

1.1 De l'émergence de tensions sur les marchés monétaires à la faillite de Lehman Brothers : août 2007-septembre 2008

1.1.1 Tensions sur les marchés monétaires et turbulences financières

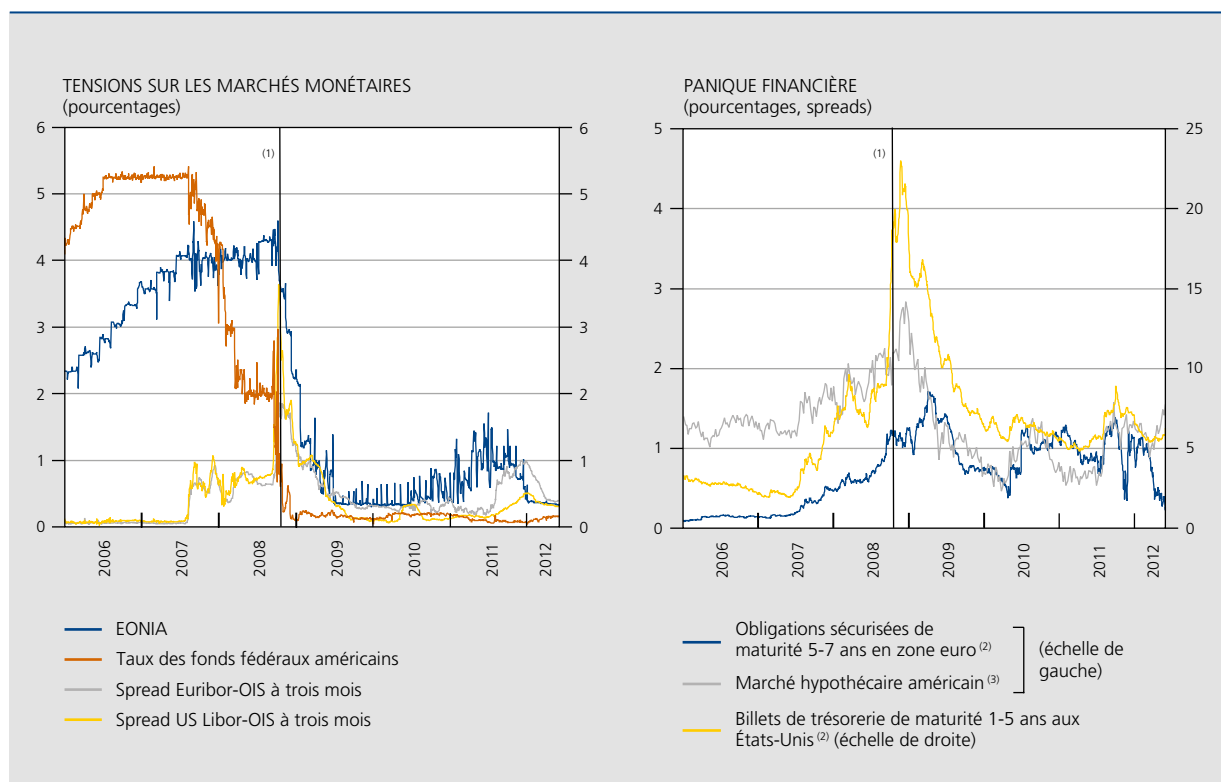
À la suite du retournement brutal du marché de l'immobilier américain et de la hausse des taux d'intérêt, les défauts de paiement sur les crédits hypothécaires accordés aux ménages à revenus modestes et peu solvables (subprimes) se sont multipliés à compter du premier semestre de 2006. Les prix des titres adossés à ces créances hypothécaires se sont alors inscrits en baisse, entraînant des pertes croissantes pour les établissements financiers qui en possédaient, principalement aux États-Unis, en Europe et en Asie.

Le 9 août 2007, la banque française BNP-Paribas annonce qu'elle est dans l'impossibilité de déterminer la valeur nette de trois de ses fonds composés de titres adossés à des portefeuilles de créances (*Asset-Backed Securities* ou *ABS*), notamment hypothécaires. Elle invoque l'illiquidité des actifs détenus par les fonds après l'effondrement du marché de la titrisation aux États-Unis et, confirmant les craintes existantes d'une aggravation de la crise des subprimes, déclenche un dérèglement du fonctionnement des marchés monétaires. Brusquement, les banques s'inquiètent de la solvabilité de leurs contreparties et deviennent plus réticentes à se prêter entre elles. Elles craignent par ailleurs de devoir soutenir financièrement leurs véhicules d'investissement qui détiennent des titres adossés à des actifs immobiliers. Cette situation donne lieu à de la rétention de liquidités de la part des établissements et à la rapide détérioration des conditions de financement sur les marchés interbancaires. Le taux Eonia et celui des fonds fédéraux américains (*federal funds rate*), les taux du marché monétaire au jour le jour, respectivement dans la zone euro et aux États-Unis, sont soudainement confrontés à une grande volatilité, tandis que, sur le marché monétaire à trois mois, les écarts entre les taux des prêts en blanc et ceux sans risque s'envolent. Alors qu'ils s'établissaient habituellement à moins de 10 points de base, les écarts de taux entre l'Euribor et le Libor en dollars des États-Unis à trois mois, d'une part, et les taux OIS à trois mois⁽¹⁾, d'autre part, atteignent ainsi rapidement 50 points de base. Tout en affichant une volatilité élevée, ils grimperont nettement au-delà par la suite, faisant craindre pour la bonne transmission de la politique monétaire par le canal du taux d'intérêt.

Parallèlement à ces tensions sur les marchés monétaires, les primes de risque sur les autres segments des marchés financiers suivent très largement une tendance haussière,

(1) Overnight Index Swap : taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de swap de taux d'intérêt qui perçoit les taux au jour le jour (Eonia) pour trois mois.

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



Sources: Thomson Reuters Datastream, Freddie Mac.

(1) 15 septembre 2008: date à laquelle la banque Lehman Brothers est déclarée en faillite.

(2) Écart de taux par rapport aux obligations souveraines correspondantes de même maturité.

(3) Écart entre le taux à 15 ans fixe sur le marché hypothécaire « prime » et le taux des bons du Trésor à 10 ans.

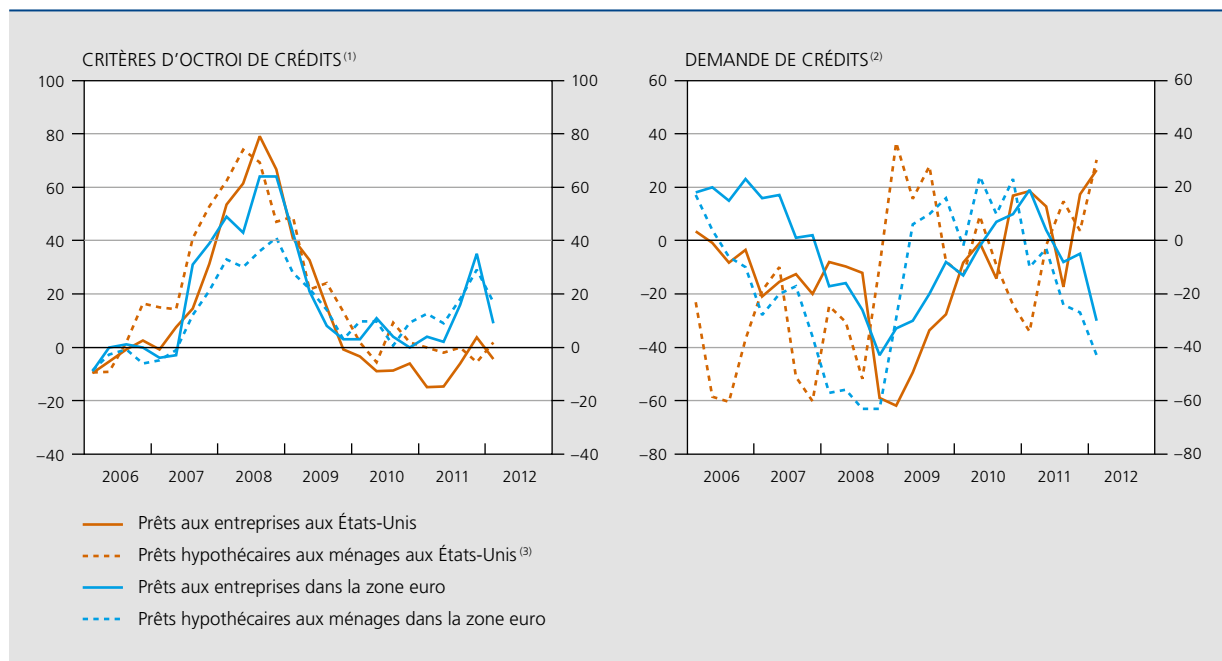
amorcée dès la fin de juillet 2007. Ces mouvements traduisent une correction de la perception des risques, jusque-là sous-estimés, et tirent vers le haut les coûts de financement des agents économiques du secteur privé. Pour les entreprises et les ménages aux États-Unis, l'augmentation relative des rendements des billets de trésorerie et des taux des crédits hypothécaires vis-à-vis des rendements des bons du Trésor en témoigne notamment. Dans la zone euro, l'élargissement des écarts de rendement entre les obligations sécurisées (*covered bonds*) et les obligations souveraines illustre pour sa part la majoration des coûts de financement pour les établissements de crédit.

En mars 2008, les primes de risque atteignent un premier pic, dans la foulée de la quasi-faillite de la banque d'affaires Bear Stearns et de son rachat par JP Morgan Chase avec l'aide de la Federal Reserve. Elles exploseront littéralement à la suite de la vente de Merrill Lynch à Bank of America et de l'effondrement de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008.

1.1.2 Perturbations dans le mécanisme de transmission monétaire

Les perturbations sur les marchés monétaires et financiers ont directement affecté la profitabilité, la position de liquidité et la capacité de se financer des banques. Ceci a été d'autant plus vrai que les banques avaient sensiblement accru leur recours aux financements de marché et à court terme au cours des années qui ont précédé la crise. Ces développements ont ainsi poussé les établissements de crédit à ajuster leur bilan et à restreindre les octrois de crédits au secteur privé non financier, à savoir les ménages et les entreprises. Dans ces conditions, les resserrements successifs des critères attachés aux octrois de crédits depuis 2007 illustrent le rôle critique joué par les banques dans la propagation des chocs de la sphère financière à l'économie réelle et renforcé, dans la zone euro, par la prépondérance du secteur bancaire dans le financement externe du secteur privé non financier. Si la diminution de la demande dans un contexte économique détérioré a largement

GRAPHIQUE 3 CRITÈRES D'OCTROI ET DEMANDE DE CRÉDITS AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



Sources :Federal Reserve Board, BCE.

(1) Pourcentages nets des réponses des établissements de crédit consultés. Ces pourcentages indiquent dans quelle mesure les critères d'octroi de crédits ont été relevés ou abaissés (-).

(2) Pourcentages nets des réponses des établissements de crédit consultés. Ces pourcentages indiquent dans quelle mesure la demande de crédits a augmenté ou diminué (-).

(3) À compter du premier trimestre de 2007, seuls les prêts « primes » sont considérés.

contribué à la baisse des crédits octroyés, il apparaît que, sur la période 2007-2009, les contraintes bilancielles liées aux perturbations dans l'accès au marché de gros et à la position de liquidité des banques ont joué un rôle tout particulier dans l'évolution des prêts au secteur privé dans la zone euro⁽¹⁾. Il semble toutefois que, dans l'ensemble, les restrictions opérées en matière de critères d'octroi de crédits aient davantage ciblé les conditions tarifaires que les quantités allouées. Le risque croissant de perturbations dans le processus de transmission de la politique monétaire explique l'essentiel des mesures de politique monétaire non conventionnelles prises par la Federal Reserve et par l'Eurosystème entre août 2007 et la mi 2009.

1.1.3 Réactions spécifiques pour des défis similaires

Aux premiers stades de la crise, la Federal Reserve et l'Eurosystème ont cherché à pallier rapidement les dysfonctionnements sur les marchés monétaires. Afin de préserver la capacité de se refinancer des banques

et de stabiliser les taux du marché monétaire, les deux banques centrales se sont essentiellement attelées à accommoder les demandes de liquidités plus volatiles des banques avec leur préférence pour les maturités plus longues. Les actions entreprises ont toutefois largement été stérilisées, de sorte que la taille des bilans n'a pas été fondamentalement affectée.

En dépit de défis similaires, dès les prémices de la crise, une grande diversité caractérise les mesures adoptées par la Federal Reserve par rapport à celles prises par l'Eurosystème. Cette spécificité tient largement aux différences entre les deux banques centrales dans la conduite normale de leurs politiques monétaires respectives. Ainsi, l'Eurosystème entretient habituellement un large déficit de liquidités, qu'il comble par le biais de ses opérations principales de refinancement – environ 300 milliards d'euros sur les sept premiers mois de 2007 – et de ses opérations de refinancement à trois mois – 50 milliards d'euros environ sur la période précitée. Il accepte par ailleurs une large gamme d'actifs en garantie de ses opérations de prêt et traite avec un grand nombre de contreparties – plus de 2 000 au total. La Federal Reserve intervient comparativement peu sur le marché monétaire. Avant août 2007, ses opérations d'*open*

(1) Pour plus de détails, cf. Hempell et Kok Sørensen (2010).

market conduites sur une base journalière dépassent rarement les dix milliards de dollars, et elle ne traite qu'avec une vingtaine de contreparties – les *primary dealers*. Elle n'accepte par ailleurs que trois types d'actifs en garantie de ses opérations de prêt: les bons du Trésor, les dettes des agences gouvernementales de refinancement hypothécaire (GSE) et les *Mortgage-Backed Securities* (MBS) des GSE – et seules les banques commerciales (*depository institutions*) ont accès à sa facilité de prêt permanente (*discount window*).

Le rôle limité de la Federal Reserve en matière de fourniture de liquidités en temps normal l'a obligée à développer de nouveaux instruments et à modifier profondément la conduite de sa politique monétaire à partir d'août 2007. À l'inverse, grâce à son cadre de politique monétaire étendu et flexible, l'Eurosystème a pu réagir aux premières tensions sur les marchés monétaires essentiellement en adaptant son cadre existant.

La Federal Reserve

Lorsque la crise éclate, au début d'août 2007, la première décision de la Federal Reserve est d'accroître les montants alloués au titre de ses opérations d'*open market*. Rapidement, elle décide par ailleurs d'allonger la maturité et d'abaisser le taux de la *discount window*, afin de favoriser l'accès à celle-ci. En dépit de la diminution des taux, les banques éligibles à la facilité de prêt restent toutefois réticentes à y recourir, en raison de la stigmatisation qui y est associée. De plus, le petit nombre de *primary dealers* limite la capacité de la Federal Reserve de distribuer les liquidités là où elles sont réellement nécessaires en période de turbulences.

Pour pallier ces obstacles au refinancement des institutions financières, la Federal Reserve développe, à la fin de 2007 et au début de 2008, de nouveaux programmes, lesquels visent essentiellement à étendre la disponibilité de financements d'urgence et à plus long terme aux *primary dealers* et aux *depository institutions*. Parmi les principaux programmes, figure la *Term Auction Facility* (TAF), qui a été lancée en décembre 2007 et s'apparente à un remodelage de la *discount window*. Elle s'adresse aux banques commerciales et innove notamment par le fait qu'elle offre la garantie de l'anonymat aux établissements qui y recourent, ainsi que par un mode d'octroi de liquidités sous la forme d'enchères. Deux autres nouvelles facilités ont été adoptées en mars 2008. La première est la *Term Securities Lending Facility* (TSLF), qui allonge la liste des titres acceptés en garantie et la maturité du programme existant de prêts de bons du Trésor de la Federal Reserve. Elle a pour but d'apaiser les tensions sur le marché garanti en permettant d'échanger

temporairement des titres devenus peu liquides contre des bons du Trésor. La deuxième facilité a été introduite dans la foulée du sauvetage de la banque Bear Stearns. Pour conjurer l'absence d'accès des *primary dealers* à la *discount window*, la Federal Reserve décide de créer la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF), qui entend offrir aux banques d'investissement un accès plus large et plus direct à ses liquidités.

En collaboration avec d'autres banques centrales, la Federal Reserve a également pris des mesures destinées à atténuer les pressions sur le marché interbancaire en dollars des États-Unis au niveau mondial. Les banques étrangères n'ont en effet pour la plupart pas accès aux facilités de la Federal Reserve, et leur maigre base de dépôts en dollars les rend particulièrement dépendantes du marché interbancaire pour le financement de leurs actifs libellés en dollars. Pour pallier cette situation, la Federal Reserve annonce, en décembre 2007, l'établissement d'accords de swap de change avec la BCE et la Banque nationale suisse (BNS). Ces accords vont permettre à ces dernières de fournir directement des liquidités en dollars à leurs propres établissements de crédit.

Enfin, au-delà de ses opérations visant à accroître la fourniture de liquidités, la Federal Reserve a joué un rôle particulier lors du sauvetage de Bear Stearns. Afin de faciliter son acquisition par JP Morgan Chase, elle a prêté pour dix ans près de 30 milliards de dollars pour financer le rachat d'un portefeuille de titres par un fonds établi en vue de les héberger. La société créée pour l'occasion est baptisée Maiden Lane, du nom de la rue qui longe la Federal Reserve de New York, à Manhattan.

Pour ne pas affecter la taille de son bilan, la Federal Reserve a largement financé les nouvelles mesures adoptées par la vente de bons du Trésor. Sa politique jusqu'en septembre 2008 peut ainsi être qualifiée de *credit easing*, en ce sens que seule la composition de son bilan a été modifiée.

L'Eurosystème

Afin de contenir la hausse des taux du marché monétaire et de maintenir le taux Eonia proche du principal taux directeur, l'Eurosystème a, pour sa part, réagi aux premières tensions en conduisant un certain nombre d'opérations de réglage fin, et ce dès le 9 août 2007. Il a ensuite largement accommodé les nouvelles préférences des banques en matière d'octroi de liquidités, sans toutefois modifier l'orientation de sa politique monétaire, appliquant ainsi un «principe de séparation» entre l'orientation et la mise en œuvre de sa politique monétaire. D'une part, l'Eurosystème a largement satisfait la plus grande préférence des banques pour des maturités plus

longues, en accroissant le nombre et les volumes de ses opérations de liquidités à plus long terme. D'autre part, il a porté la durée maximale de ses opérations de long terme à six mois, contre trois auparavant. Enfin, dans le but de contrecarrer l'excessive volatilité du taux au jour le jour Eonia, l'Eurosystème a répondu au désir des banques de satisfaire leurs obligations de constitution de réserves de manière anticipée, en octroyant des volumes de liquidités relativement plus larges au début des périodes de constitution des réserves et plus limités vers la fin des périodes (*frontloading*). À la suite des accords de swap passés avec la Federal Reserve, l'Eurosystème a par ailleurs procédé à la fourniture de liquidités en dollars contre remise de garanties en euros aux banques de la

zone euro. Les montants et les conditions d'octroi de ces liquidités ont largement évolué tout au long de la crise.

La littérature empirique ne s'accorde pas sur le sujet, toutefois les différentes actions entreprises par les banques centrales entre août 2007 et septembre 2008 semblent avoir eu certains effets bénéfiques sur les primes de risque et sur la volatilité des taux du marché monétaire. Le succès remporté par plusieurs mesures témoigne par ailleurs à lui seul de leur importance⁽¹⁾. Si elles ont apaisé les tensions sur les marchés monétaires, les mesures de liquidités adoptées n'ont toutefois pas permis de résoudre les problèmes sous-jacents du secteur financier, à savoir l'exposition de nombreux établissements à des actifs « toxiques » et la nécessité de lever du capital pour éponger les pertes. Ces faiblesses seront manifestes avec la faillite de Lehman Brothers, en septembre 2008.

(1) Pour une revue des études empiriques consacrées à l'efficacité des mesures adoptées par la Federal Reserve et l'Eurosystème, cf. Cecioni et al. (2011).

Encadré 1 – Décisions de politique monétaire conventionnelles

La crise financière et l'effondrement de l'activité économique qui en a découlé ont conduit les banques centrales à abaisser leurs taux directeurs avec une vigueur et une amplitude sans précédent. Nonobstant des situations macroéconomiques largement comparables, la Federal Reserve et l'Eurosystème ont adopté des attitudes divergentes au cours des premiers mois de turbulences. La faillite de Lehman Brothers va toutefois rapidement conduire chacune d'elles à réduire ses taux à des niveaux historiquement bas.

La Federal Reserve a été la première à baisser ses taux directeurs. Après avoir réduit de 50 points de base son taux d'escompte en août 2007, elle a ainsi entamé la réduction de sa cible pour les taux des fonds fédéraux dès septembre 2007. Confrontée à la détérioration de la situation économique et en dépit d'une inflation élevée, elle a ensuite poursuivi sur cette voie, la baisse cumulée de sa cible atteignant 325 points de base au printemps de 2008. De son côté, l'Eurosystème a maintenu son principal taux directeur inchangé, à 4 %, au cours de cette même période, arguant de fondamentaux sains pour l'économie de la zone euro et de risques élevés pesant sur la stabilité des prix. Face à l'accélération de l'inflation à la suite de la hausse continue des prix de l'énergie et des autres matières premières, et afin d'empêcher les effets de second tour – historiquement plus prononcés dans la zone euro –, il a même opté pour un relèvement de 25 points de base de ses taux en juillet 2008, malgré des signes de ralentissement de l'activité économique.

Ces attitudes opposées de la Federal Reserve et de l'Eurosystème en matière de taux d'intérêt directeurs aux premiers stades de la crise s'expliquent en partie par un contexte économique relativement plus favorable dans la zone euro, mais elles tiennent aussi à des différences en termes de mandat. Alors que celui de l'Eurosystème est centré sur la stabilité des prix, la Federal Reserve est dotée d'un double mandat qui l'oblige à se préoccuper à la fois de la stabilité des prix et du plein emploi. Aussi, tandis que la Federal Reserve n'en n'était pas encore pourvue, l'Eurosystème disposait déjà depuis longtemps d'un objectif quantitatif clair, lui indiquant de maintenir l'inflation à un niveau proche de, mais inférieur à, 2 % à moyen terme. Enfin, il convient de noter que la plus grande détermination, au-delà de son mandat, de l'Eurosystème à combattre l'inflation peut également s'expliquer par sa relative jeunesse et par une nécessité d'encore faire ses preuves pour asseoir sa crédibilité.

Au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, la chute de l'activité économique et le retournement des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix au niveau mondial vont toutefois rapidement changer la donne et conduire



chacune des banques centrales à adopter une orientation de la politique monétaire assurément accommodante. Le 8 octobre 2008, la Federal Reserve, la Banque du Canada, la Bank of England, l'Eurosystème, la Banque nationale suisse et la Sveriges Riksbank décident de commun accord d'abaisser chacun leur principal taux directeur de 50 points de base. Pour l'Eurosystème, ce mouvement de baisse est le premier d'une longue série, qui conduit le principal taux directeur à un plus bas niveau historique de 1 % en mai 2009. Aux États-Unis, la Federal Reserve poursuit sur sa lancée et établit en décembre 2008 une fourchette pour le taux des fonds fédéraux comprise entre 0 et 25 points de base, pratiquant ainsi une politique de quasi-taux zéro pour la première fois de son histoire.

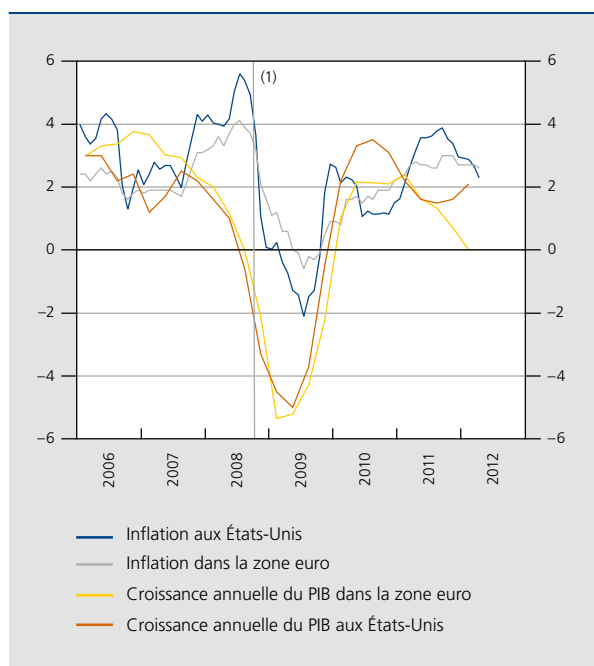
1.2 Les banques centrales face à la panique financière et à la récession : automne de 2008 - automne de 2009

1.2.1 Panique financière et crise économique généralisée

La faillite déclarée de la banque Lehman Brothers marque l'entrée de la crise dans une phase de panique financière et de nette contraction de l'activité économique mondiale. Outre les pertes directes ou indirectes encourues par les contreparties de Lehman Brothers, sa disparition envoie un signal fort aux marchés financiers. Celui-ci se traduit par une brusque et très nette réévaluation des risques,

ainsi que par une généralisation de la défiance, laquelle entraîne un assèchement de la liquidité, la version moderne des paniques bancaires. La propagation de la crise financière qui a vu le jour aux États-Unis est accélérée par les effets de l'innovation financière, qui a rendu difficile l'identification des porteurs de risques, et par la forte interdépendance qui prévaut entre les institutions financières de par le monde. Dans ce contexte, l'économie réelle est touchée de plein fouet : tandis qu'un net ralentissement avait déjà été observé dans le courant de 2008, les États-Unis comme la zone euro voient l'activité économique s'effondrer au quatrième trimestre de 2008 et au début de 2009, parallèlement à la contraction spectaculaire du commerce mondial. Dans le même temps, les pressions inflationnistes, qui s'étaient jusque-là amplifiées sous le coup des renchérissements répétés de l'énergie et des autres matières premières, s'inversent progressivement, offrant une plus grande marge de manœuvre aux actions des banques centrales.

GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTIONS RÉELLES AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) 15 septembre 2008 : date à laquelle la banque Lehman Brothers est déclarée en faillite.

1.2.2 bouleversements dans la conduite de la politique monétaire

Au lendemain de la chute de Lehman Brothers, chacune des deux banques centrales a radicalement modifié la conduite de sa politique monétaire, jouant un rôle plus actif d'intermédiaire, de faiseur de marché et de « prêteur en dernier ressort ». Contrairement à ce qui s'était passé durant la période précédente, les nouvelles mesures adoptées n'ont plus été stérilisées et se sont traduites par un gonflement spectaculaire de la taille des bilans, en sus des changements radicaux apportés à leur composition. Si l'objectif de préserver la stabilité financière et la bonne transmission de la politique monétaire a continué d'être largement partagé, les différences au niveau des types d'actions entreprises se sont quelque peu accentuées, reflétant à la fois les spécificités des cadres opérationnels de la politique monétaire et les structures de financement externe des deux économies. Le poids du secteur bancaire étant supérieur à 70 % dans le financement externe des ménages et des entreprises dans la zone euro,

L'Eurosystème a concentré toute son action sur les banques. Par contre, avec près de 60 % du financement externe des ménages et 80 % de celui des entreprises en provenance d'autres sources de financement aux États-Unis, la Federal Reserve a élargi ses interventions à d'autres acteurs du secteur financier. Plus spécifiquement, aux États-Unis, l'effondrement des marchés du crédit hypothécaire et de la titrisation, de même que l'absence de marge de manœuvre une fois les taux directeurs retombés à un niveau plancher, ont conduit la Federal Reserve à mener une politique d'acquisition de titres à long terme, première étape sur la voie du *quantitative easing*.

La Federal Reserve

Après la faillite de Lehman Brothers, la Federal Reserve constate rapidement que la fourniture de liquidités aux *primary dealers* et aux *depository institutions* ne suffira pas pour enrayer la panique qui s'est emparée des marchés. Parmi les institutions financières les plus affectées par la dégringolade des prix des actifs et par l'assèchement de la liquidité figurent celles du *shadow banking system* (ou secteur bancaire de l'ombre) telles que les fonds monétaires, les véhicules d'investissement ou les hedge funds. Ces institutions ont rempli un rôle croissant dans le financement de l'économie depuis le milieu des années 1980 mais, contrairement aux *depository institutions*, elles ne prennent pas de dépôts et ne bénéficient d'aucun accès direct aux liquidités de la banque centrale. Or, elles sont susceptibles de se heurter à la même défiance et aux mêmes difficultés financières que les banques. Pour éviter un effondrement du système financier américain et soutenir le financement des entreprises et des ménages, la Federal Reserve décide ainsi d'étendre ses programmes existants, mais également de développer de nouveaux outils en faveur d'autres catégories d'institutions financières et de segments de marché spécifiques.

Trois programmes ont joué un rôle particulier. Le premier est l'*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility* (AMLF), annoncé le 19 septembre 2008 et par lequel la Federal Reserve a prêté aux banques contre la remise d'ABCP de haute qualité acquis auprès des fonds monétaires. Ces derniers avaient grandement été mis sous pression après la faillite de Lehman Brothers et faisaient face à d'importants retraits qui mettaient en péril leurs opérations. L'AMLF a été instituée pour préserver leur financement en soutenant le prix des billets de trésorerie et en limitant les ventes « précipitées » (*fire sales*). Le deuxième programme, qui poursuivait un objectif similaire, est la *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). Il a été présenté par la Federal Reserve le 7 octobre. À la suite de l'effondrement de

la demande de billets de trésorerie émanant des fonds monétaires, nombre d'émetteurs se sont retrouvés en difficulté. La CPFF avait ainsi pour objectif d'aider ces derniers en leur offrant une ligne de crédit temporaire. Enfin, la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) a été mise en place le 25 novembre, dans le but de favoriser le crédit aux particuliers et aux petites entreprises en accordant des prêts à long terme contre la remise d'ABS nouvellement émis. La facilité a par la suite été étendue aux *Commercial Mortgage-Backed Securities* (CMBS). Comme les deux programmes précédents, les prêts ont ici été établis sur le mode d'une prise en pension sans recours en cas de défaillance de l'emprunteur (*non-recourse repo*). Ce type de configuration n'est pas dénué de risques dans la mesure où il offre à l'emprunteur la possibilité d'abandonner sa garantie plutôt que de rembourser son prêt si la valeur de la première est inférieure au second.

Au-delà des nouvelles facilités établies et de la poursuite de sa politique de *credit easing* entamée fin 2007, la Federal Reserve s'est également orientée, à la fin de 2008, vers l'acquisition de titres à long terme. Confrontée à la détérioration des coûts de financement des GSE et aux conséquences négatives pour le marché hypothécaire aux États-Unis, elle annonce en novembre 2008 un premier programme d'achat de titres spécifiquement destiné aux GSE. Elle prévoit alors des achats de dette des GSE pour un montant de 100 milliards de dollars et des achats de MBS garantis par les GSE pour un montant de 500 milliards de dollars. En mars 2009, à la suite du nouvel affaiblissement de l'activité économique et face aux piètres perspectives sur le marché immobilier, la Federal Reserve étend ses programmes d'achat, les portant à respectivement 200 et 1 250 milliards pour les dettes des GSE et les MBS garanties par ces dernières. Enfin, dans le but d'influencer favorablement les conditions de financement en général du secteur privé, la Federal Reserve fait part à la même période de son intention d'acquérir dans un délai de six mois des bons du Trésor américains à long terme pour un montant total de 300 milliards de dollars. Il s'agit là d'une première étape dans la transition vers une politique dite de *Quantitative Easing* (QE1) ou de *Large-Scale Asset Purchases* (LSAP1), qui consiste à accroître la taille du bilan, sans toutefois en affecter la qualité en termes de risque. Cette décision a été prise afin de stimuler la reprise, alors que les taux d'intérêt directeurs avaient atteint leur borne limite inférieure (*zero lower bound*).

Comme cela avait déjà été le cas avec Bear Stearns en mars 2008, la Federal Reserve a en outre été impliquée dans un certain nombre d'opérations de sauvetage, telle celle d'AIG en septembre 2008. Cette intervention a donné

lieu à la création des fonds Maiden Lane II et Maiden Lane III. Enfin, à la même période, les swaps de change établis avec la BCE et la BNS ont été élargis à d'autres banques centrales, et les montants en ont été accrus.

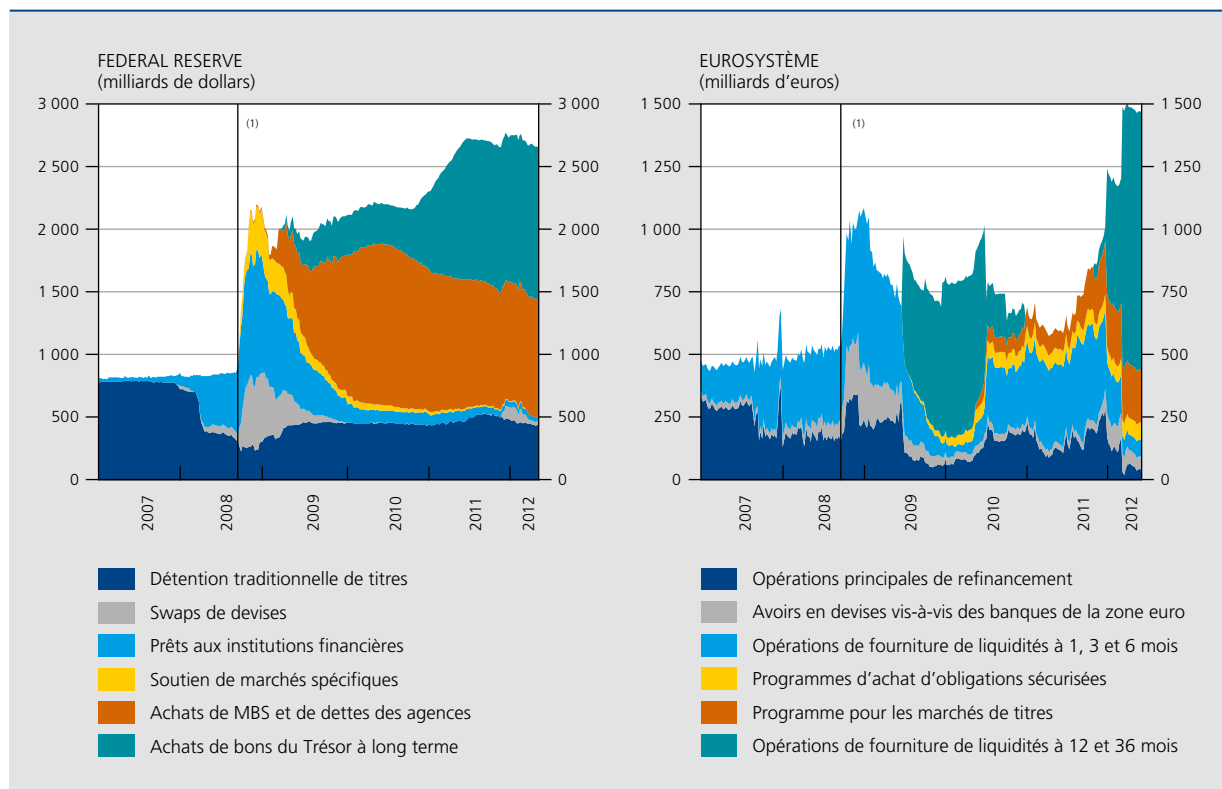
Devant l'ampleur des montants engagés, la Federal Reserve n'a plus été en mesure de stériliser toutes ses nouvelles opérations par la vente de bons du Trésor, et les mesures qu'elle a adoptées à compter de septembre 2008 se sont ainsi traduites par une hausse sensible de la taille de son bilan. Ce dernier est passé de moins de 900 milliards de dollars en août 2008 à 2 100 milliards à la fin de 2009, soit une croissance de 130 %. Si elles ont représenté l'essentiel de l'actif du bilan à la fin de 2008 et au début de 2009, les opérations de soutien aux institutions financières et à des marchés spécifiques ont toutefois rapidement diminué en importance et cédé la place aux programmes d'achats d'actifs. Au niveau du passif, la forte expansion du bilan de la Federal Reserve s'est reflétée dans une augmentation des dépôts du Trésor américain et, surtout, dans une forte progression des réserves détenues par les banques.

L'Eurosystème

À compter du mois d'octobre 2008, l'Eurosystème a également adopté une série de nouvelles mesures apportant des innovations importantes à son cadre opérationnel. D'abord, il a convenu de la fourniture de liquidités – toujours contre la remise de garanties – aux banques de la zone euro en quantité illimitée et à taux fixe, et ce pour toutes les opérations de refinancement. Cette décision a permis d'accorder avec certitude aux banques toutes les liquidités souhaitées – tant en termes de taux que de quantité – et a ainsi largement contribué à stabiliser le secteur bancaire. Ensuite, l'Eurosystème a étendu la liste des actifs admis en garantie et a porté la durée maximale de ses opérations de refinancement à douze mois. Comme il l'a annoncé en mai 2009, trois opérations d'une durée de douze mois ont ainsi été menées, respectivement en juillet, septembre et décembre 2009. Si elles ont toujours été conduites à taux fixe, il a été convenu que le taux de l'opération de décembre correspondrait au taux moyen des opérations principales de refinancement sur toute

GRAPHIQUE 5 PRINCIPAUX ACTIFS AU BILAN DE LA FEDERAL RESERVE ET DE L'EUROSISTÈME

(données journalières)



Sources: Federal Reserve Bank of Cleveland, BCE.

(1) 15 septembre 2008: date à laquelle la banque Lehman Brothers est déclarée en faillite.

la durée de l'opération. L'Eurosystème a également lancé un programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bonds*) afin de soutenir un marché d'une importance cruciale pour le financement des banques de la zone euro. Il a dans ce cadre acquis des titres pour un montant total de 60 milliards d'euros sur la période allant de juillet 2009 à juin 2010. Enfin, il a rouvert et élargi ses lignes de swap avec la Federal Reserve et a mis en place des lignes de swap avec un certain nombre d'autres banques centrales telles que la BNS, la Bank of England, ou encore la Banque du Danemark. Les accords avec la Federal Reserve l'ont conduit, au-delà de la fourniture de liquidités en dollars contre la remise de garanties en euros, à mener des opérations de swap de devises euros/dollars avec les établissements de crédit de la zone euro. Ces opérations ne remportant que peu de succès, elles ont toutefois été abandonnées en janvier 2009.

Toutes ces mesures de politique monétaire non conventionnelles ont été qualifiées de « soutien renforcé du crédit » car elles visaient à préserver la disponibilité du crédit à un coût abordable pour les secteurs non financiers. Elles ont été réservées aux banques, du fait de la prépondérance de ces dernières dans le financement externe du secteur privé dans la zone euro. Ces mesures ont considérablement accru le rôle d'intermédiation de l'Eurosystème dans un contexte de graves perturbations sur le marché monétaire, ce qui, comme pour la Federal Reserve, a débouché sur un gonflement significatif de son bilan. Entre août 2008 et la fin de 2009, ce dernier est passé d'environ 1 450 à près de 1 900 milliards d'euros, soit une progression de 38 %. Il s'agit d'une faible augmentation en comparaison de celle du bilan de la Federal Reserve, mais le bilan de l'Eurosystème était nettement supérieur avant la crise. Les opérations de prêt en euros aux établissements de crédit ont, quant à elles, bondi de plus de 60 % sur la période, une évolution qui a reflété avant tout un recours plus massif aux opérations d'octroi de liquidités à plus long terme. S'agissant du passif, la forte hausse du bilan s'est traduite par une croissance sans précédent du recours à la facilité de dépôt de l'Eurosystème, le pendant au niveau de la zone euro des réserves excédentaires détenues auprès de la Federal Reserve. Plus de détails à ce sujet figurent dans la troisième partie de l'article.

Les nouvelles mesures de politique monétaire prises par chacune des banques centrales après la faillite de Lehman Brothers ont compliqué l'interprétation de l'orientation de la politique monétaire. En particulier, dans la zone euro, les mesures adoptées ont offert une plus grande importance en la matière au taux d'intérêt payé sur la facilité de dépôt, du fait que la forte hausse des réserves excédentaires qui

en a découlé a rapproché le taux du marché monétaire du taux de la facilité de dépôt. Le rôle renforcé d'intermédiaire de la Federal Reserve et de l'Eurosystème a en outre considérablement accru leur exposition au risque, même si ce dernier a été compensé par l'adoption de mesures conservatrices de contrôle du risque telles que l'application de décotes (*haircuts*) aux garanties.

2. Divergence croissante entre les défis de la Federal Reserve et ceux de l'Eurosystème depuis 2010

Alors que les politiques monétaires menées respectivement par la Federal Reserve et par l'Eurosystème ont été assez similaires durant les premières phases de la crise, si l'on tient compte de l'organisation spécifique du système financier, ce fut de moins en moins le cas à compter de 2010. En effet, la Federal Reserve a poursuivi sa politique de quasi-taux zéro et a appliqué un éventail toujours plus large d'instruments de politique monétaire non conventionnels pour pouvoir mener une politique plus accommodante (partie 2.1). L'Eurosystème a lui aussi été contraint d'élargir ses instruments de politique monétaire, en y incluant un programme d'achat de titres de dette, en réaction à l'éclatement de la crise de la dette publique (partie 2.2). L'amélioration de l'environnement macroéconomique dans la zone euro a permis de conduire une politique de taux d'intérêt légèrement moins accommodante au premier semestre de 2011 (partie 2.3). L'intensification de la crise de la dette publique pendant l'été de 2011, laquelle a atteint un sommet provisoire en novembre 2011, a toutefois forcé l'Eurosystème à mener à nouveau une politique monétaire particulièrement accommodante (partie 2.4).

2.1 Federal Reserve : poursuite d'une politique monétaire expansionniste et de quasi-taux zéro

Dans un contexte macroéconomique marqué par la persistance d'un chômage élevé et par l'anticipation de faibles niveaux d'inflation aux États-Unis, le *Federal Open Market Committee* de la Federal Reserve (FOMC) a décidé, à l'été de 2010, de poursuivre l'orientation expansionniste de sa politique monétaire et de conserver des taux d'intérêt quasiment nuls, c'est-à-dire de maintenir le taux cible des fonds fédéraux dans une fourchette comprise entre 0 et 0,25 %. De plus, le FOMC a pris la décision, en août 2010, de maintenir inchangé le volume de titres de dette détenus en réinvestissant en actifs publics les titres de dette émis ou couverts par les GSE arrivés à échéance. Par ailleurs, il a été convenu en novembre 2010 d'acquiescer, avant la fin du deuxième trimestre de 2011,

TABLEAU 1 APERÇU DES PRINCIPAUX PROGRAMMES D'ACHAT DE TITRES DE LA FEDERAL RESERVE

		Actif financier	Montant (en dollars)
Novembre 2008	LSAP1	Achats de titres de dette émis ou couverts par les GSE	600 milliards
Mars 2009	LSAP1	Achats de bons du Trésor	300 milliards
		Extension du portefeuille de titres de dette émis ou couverts par les GSE	jusqu'à 1 450 milliards
Août 2010		Réinvestissement de titres de dette émis ou couverts par les GSE arrivés à échéance en emprunts publics	
Novembre 2010	LSAP2	Achats de bons du Trésor	600 milliards
Septembre 2011		Réinvestissement des titres de dette émis ou couverts par les GSE arrivés à échéance en titres du même type	
	Maturity Extension Program	Achat et vente simultanés de bons du Trésor à long terme et à court terme, respectivement, pour un montant identique	400 milliards

Source : Federal Reserve.

des emprunts publics à plus long terme pour un montant de 600 milliards de dollars des États-Unis, opération connue sous le nom de programme LSAP2 ou QE2.

Selon la littérature économique, une large gamme d'instruments se prêtent à la poursuite d'une politique de stimulus monétaire lorsque les taux d'intérêt sont quasiment nuls⁽¹⁾. Au vu des options retenues par la Federal Reserve ces dernières années, une nette préférence s'est dégagée pour une série d'instruments que l'on peut regrouper dans trois grandes catégories ou canaux.

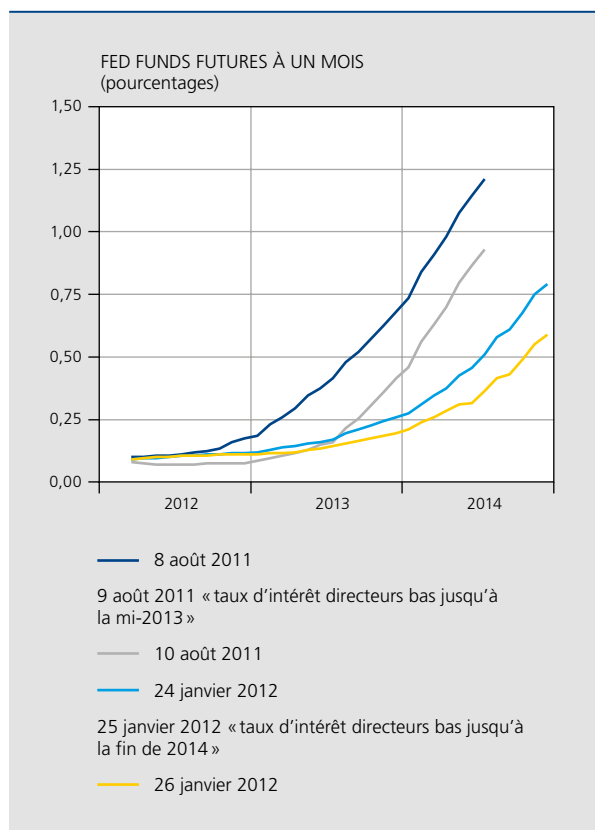
Le premier canal est celui de la communication, par lequel l'on essaie d'orienter les anticipations relatives aux futurs taux d'intérêt directeurs afin de les aligner sur celles de la banque centrale. La promesse de maintenir les taux directeurs à un niveau peu élevé exerce en effet une incidence baissière sur la courbe des rendements de la plupart des actifs financiers, à tout le moins sur le segment à court terme. Si la banque centrale parvient à influencer à la baisse les anticipations de taux d'intérêt des agents économiques, elle soutient ainsi l'activité économique. Le FOMC a utilisé ce canal en affirmant que les taux d'intérêt resteraient à un niveau exceptionnellement bas « for some time » (décembre 2008) et « for an extended period » (mars 2009).

Ces orientations prospectives (*Forward Policy Guidance*) quant au niveau à attendre en matière de taux d'intérêt directeur, en l'occurrence le maintien du statu quo de ce dernier entre 0 et 0,25 %, ont par la suite été renforcées lorsque des termes tels que « for some time » et « for an extended period » ont été remplacés par des mentions explicites des périodes visées. Tant l'annonce faite en août 2011 (« at least through mid-2013 ») que celle de janvier 2012 (« at least through late 2014 ») ont clairement exercé une influence baissière sur les anticipations de taux d'intérêt directeurs. Bien que ceci ait indéniablement accru la transparence de la politique monétaire, d'aucuns préfèrent conditionner cette promesse à un événement économique (cf., par exemple, Evans (2012)). Ainsi, celle-ci peut, par exemple, être liée au recul du taux de chômage ou à l'accélération de l'inflation jusqu'à un niveau préalablement communiqué, de manière à permettre aux agents économiques de mieux comprendre la conditionnalité de cette promesse.

En janvier 2012, le FOMC a décidé d'introduire un objectif quantitatif d'inflation et de publier le niveau attendu des taux d'intérêt de ses membres ainsi que les projections macroéconomiques qui les sous-tendent. En introduisant une telle cible d'inflation, la Federal Reserve rejoint une tendance mondiale en matière de stratégie des banques centrales, observée depuis quelques décennies déjà. Mais la Federal Reserve continue de poursuivre un double mandat. Il est cependant difficile de mettre en œuvre un objectif quantitatif en vue d'atteindre un

(1) Cf., par exemple, Ball (2012), Stone et al. (2011) et Bernanke et Reinhart (2004).

GRAPHIQUE 6 FEDERAL RESERVE: FORWARD POLICY GUIDANCE



Sources : Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Federal Reserve.

taux d'emploi maximal, celui-ci étant principalement déterminé par des facteurs non monétaires qui évoluent dans le temps⁽¹⁾. Du fait du caractère à plus long terme de l'objectif d'inflation, et en dépit du maintien de son double mandat, la Federal Reserve se distingue peu des autres banques centrales (qui poursuivent uniquement un objectif en matière d'inflation), puisque ces banques centrales utilisent, elles aussi, une stratégie de ciblage flexible d'inflation. Toutes préoccupées qu'elles sont par la stabilité des prix, les autres banques centrales ne sont pas pour autant totalement insensibles à d'autres considérations économiques. Outre la priorité accordée à l'objectif principal (la stabilité des prix), le ciblage flexible d'inflation permet de se pencher à court terme sur d'autres critères, comme l'évolution de l'activité. L'objectif est de prévenir la volatilité excessive, dans l'activité économique et dans les taux d'intérêt nominaux, associée au ciblage strict d'inflation. Tandis que l'objectif de la stabilité des prix et la recherche d'une croissance durable à long terme ne sont pas contradictoires – ils sont même complémentaires –, la politique monétaire à court terme peut être confrontée à des dilemmes, dans le cas,

par exemple, de chocs d'offre, et une réaction progressive est souvent recommandée⁽²⁾.

Par ailleurs, le FOMC a décidé de publier, en plus des anticipations d'activité, de chômage et d'inflation de ses membres individuels, le niveau futur que ces derniers attendent des taux d'intérêt directeurs, ce qui contribue à accroître encore la transparence et la responsabilité de la politique monétaire. Ces projections ont été publiées pour la première fois après la réunion du 25 janvier dernier. Concrètement, elles comprennent l'hypothèse de chaque membre du FOMC quant au niveau du taux d'intérêt des fonds fédéraux à la fin des prochaines années civiles et à long terme. Outre la diversité des niveaux de taux d'intérêt entre les membres du FOMC, cette publication a pu, de prime abord, paraître contradictoire par rapport à l'issue de ladite réunion du FOMC, à savoir la communication du maintien d'un niveau très bas des taux d'intérêt directeurs jusqu'à la fin de 2014. Cette disparité s'explique en partie par la différence entre les anticipations de taux d'intérêt de l'ensemble des membres du FOMC et celles des membres du FOMC qui avaient pu prendre part au vote lors de cette réunion. En outre, ces projections reflètent les hypothèses de taux d'intérêt des membres du FOMC au début de la réunion, et elles ne correspondent donc pas nécessairement à la décision définitive adoptée après délibération⁽³⁾.

Plus généralement, la publication du niveau attendu des taux d'intérêt peut apaiser les incertitudes des ménages et des entreprises en matière d'investissement. Cela permet, lorsque les projections du FOMC font état, par exemple, d'un repli de l'inflation, de déterminer clairement si celui-ci est imputable ou non à une politique monétaire restrictive. Parallèlement, il importe de souligner que les hypothèses de taux d'intérêt publiées ne renferment aucune promesse quant au niveau futur des taux d'intérêt directeurs. En effet, le niveau des taux directeurs des membres du FOMC est appelé à évoluer au gré du contexte économique. Si une banque centrale souhaite profiter pleinement de l'efficacité de cette transparence accrue, il est essentiel que les agents économiques aient, eux aussi, une compréhension suffisante de cette conditionnalité.

Le deuxième canal est la modification de la composition du bilan de la banque centrale. En faisant varier l'offre relative d'un instrument financier déterminé tels que les emprunts publics, la banque centrale peut en effet influencer le prix de celui-ci. Le troisième canal consiste en une augmentation de la taille du bilan de la banque centrale. Dans ce cas, la fourniture de liquidités ou l'achat d'actifs financiers va de pair avec une hausse de l'offre de

(1) FOMC (2012).

(2) Svensson (1999).

(3) Evans (2012).

réserves de banque centrale. Ce dernier canal tempère en premier lieu le risque de liquidité dans le système financier. Dans les faits, la plupart des banques centrales ont combiné ces deux canaux pour accroître l'efficacité des mesures adoptées⁽¹⁾.

Dans le cadre de la politique menée par la Federal Reserve, le deuxième canal, à savoir la modification de l'offre relative de deux instruments financiers distincts, a été utilisé en 2008 avant que n'éclate la crise financière en septembre de cette même année (cf. partie 1). Cette deuxième méthode consiste, pour la banque centrale, à concentrer son action sur des segments spécifiques du marché financier pour influencer les taux d'intérêt et les primes de risque de ces segments particuliers, de manière à ce que l'activité reprenne sur ces marchés. La vente d'emprunts publics par la Federal Reserve a par ailleurs permis aux contreparties de contracter plus facilement des prêts sécurisés sur le marché interbancaire. En ce qui concerne une simple modification de l'échéance des emprunts publics détenus par la Federal Reserve, comme voulu par le *Maturity Extension Program* mis en place en septembre 2011, l'objectif principal est de modifier la pente de la courbe des rendements des emprunts publics. Le *Maturity Extension Program* prévoit l'achat, jusqu'en juin 2012, d'emprunts publics ayant une échéance comprise entre six et 30 ans pour un montant de 400 milliards de dollars, ainsi que la vente, pour un montant similaire, d'emprunts publics ayant une échéance comprise entre trois mois et trois ans, de sorte que l'effet se limite à un allongement de l'échéance moyenne du portefeuille d'emprunts publics de la Federal Reserve. Ce programme peut donc être comparé à l'opération *Twist* lancée au début des années 1960, laquelle visait à infléchir la courbe des rendements en abaissant les taux d'intérêt à long terme, tout en laissant globalement inchangés les taux d'intérêt à court terme. Meaning et Zhu (2012) estiment qu'allonger d'un seul mois la maturité moyenne du portefeuille d'emprunts publics détenu par la Federal Reserve entraînerait une chute de 3,4 points de base du taux d'intérêt à dix ans. Ces auteurs affirment dès lors que le *Maturity Extension Program* est capable de faire fléchir le taux d'intérêt à dix ans de 85 points de base, à volume et échéance de l'encours total de la dette publique inchangés. Une partie de l'incidence pourrait en effet être neutralisée si le Trésor américain décidait d'émettre relativement plus de dette à plus long terme pour tirer ainsi profit de la contraction des taux d'intérêt⁽¹⁾.

(1) Pour une discussion de la taille et de la composition du bilan de la banque centrale comme instrument de la politique monétaire, voir par exemple Borio et al. (2009) ou Shiratsuka (2010).

(2) Cf., par exemple, McCauley et Ueda (2009).

(3) Pour un aperçu, cf., par exemple, Cecioni et al. (2011), BIS (2011).

(4) Cf. BIS (2011) et Williams (2011).

(5) Cf. Gagnon et al. (2010).

Les programmes d'achat de titres mis en place par la Federal Reserve combinent les deuxième et, surtout, troisième canaux. Ces programmes, mieux connus sous l'appellation LSAP ou QE, constituent un instrument important, dans le contexte de la récente crise, pour générer des incitants monétaires aux États-Unis. Le premier programme LSAP1 (novembre 2008 et mars 2009) visait essentiellement à soutenir le marché hypothécaire, mais aussi à influencer les taux d'intérêt des emprunts publics, une référence majeure pour la fixation des prix d'un large éventail d'actifs financiers. Ce programme a été renforcé par un achat supplémentaire d'emprunts publics dans le cadre du programme LSAP2 (novembre 2010).

Un programme d'achat de titres de dette par la banque centrale peut influencer les variables financières et macroéconomiques pertinentes via plusieurs canaux. Différentes études font état d'un effet d'annonce significatif⁽²⁾. L'annonce des programmes d'achat révèle en effet des informations sur l'évolution future des taux d'intérêt, en sus de ce que la banque centrale a décidé et communiqué jusqu'alors. Ainsi, l'annonce peut indiquer que les perspectives macroéconomiques sont plus sombres que prévu, ce qui abaisse le niveau attendu des taux d'intérêt directs et peut même réduire les incertitudes en la matière⁽³⁾. L'effet d'annonce tire donc à la baisse les taux d'intérêt à plus long terme. S'appuyant sur la méthode dite de *l'event study*, plusieurs auteurs mettent en avant un effet considérable et significatif de ces programmes d'achat sur les taux d'intérêt pertinents⁽⁴⁾. C'est principalement le premier programme d'achat LSAP1 qui a exercé une incidence notable sur les taux d'intérêt des emprunts publics, l'impact du programme LSAP2 semblant avoir été plus limité.

L'élément qui revêt indubitablement de l'importance pour l'activité économique est la mesure dans laquelle ces programmes peuvent, au delà de l'effet d'annonce, faire baisser durablement les taux d'intérêt à long terme. Cette capacité à tirer les taux d'intérêt vers le bas vient de ce que les actifs financiers ne sont pas tous parfaitement interchangeables. L'achat d'emprunts publics en réduit l'offre sur le marché. Comme certains investisseurs préfèrent détenir des emprunts publics (américains), ils sont disposés à payer un prix plus élevé pour ces titres « raréfiés », c'est-à-dire à accepter un taux d'intérêt inférieur. Cette théorie du *portfolio rebalancing channel* remonte au modèle de *portfolio balance* de Tobin et à l'hypothèse de *preferred habitat* de Modigliani et Stutch. Ces théories partent du principe que les investisseurs n'ont pas tous les mêmes préférences pour les différents actifs financiers. Ceci limite le fonctionnement du mécanisme d'arbitrage entre les différents actifs financiers et permet

à un intervenant de marché-clé tel que la banque centrale d'influencer, par des achats et ventes massifs, l'offre sur le marché, au point d'entraîner une modification des prix et des taux d'intérêt. Ainsi, Gagnon et al. (2010) font état d'un effet baissier permanent de 10 points de base sur le taux d'intérêt à dix ans des emprunts publics américains, tandis que D'Amico et King (2010) concluent à un effet de 67 points de base pour l'achat massif d'obligations souveraines. Certaines études évaluent également les implications macroéconomiques. Chung et al. (2011) disent observer un effet haussier considérable sur la croissance du PIB, l'emploi et l'inflation.

2.2 Eurosysteme : première phase de la crise de la dette publique

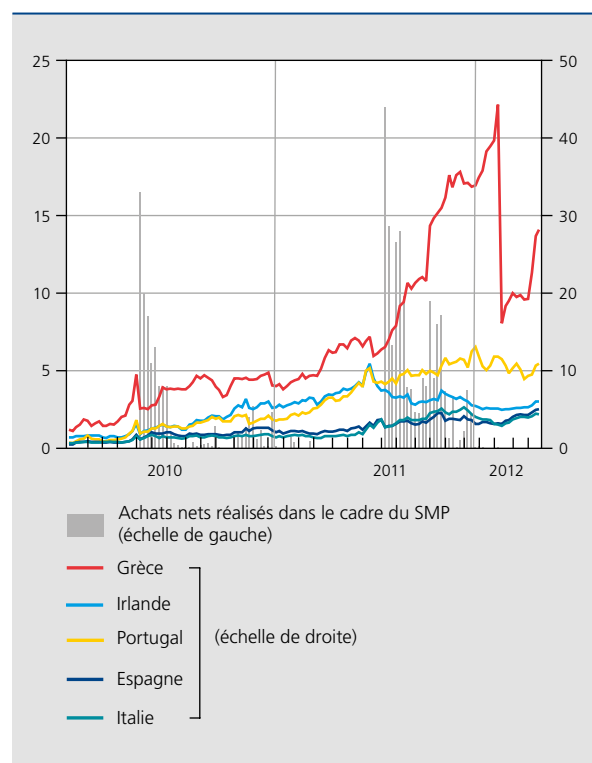
Lorsque, en mai 2010, le marché de la dette publique de certains pays de la zone euro a montré des signes croissants de dysfonctionnement, compte tenu du rôle crucial que joue ce segment dans le système financier de la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de mettre en place une nouvelle mesure non conventionnelle: le Programme pour les marchés de titres. Ce programme permet d'acheter des titres, tant publics que privés, sur le marché secondaire dans le but de rétablir le bon fonctionnement des marchés d'actifs et, partant, de préserver le mécanisme de transmission de la politique monétaire. En effet, la banque centrale ne peut influencer directement que les taux d'intérêt à très court terme, alors que la transmission des impulsions de politique monétaire à l'économie réelle s'opère par l'intermédiaire des marchés financiers et de l'octroi de crédits par les banques. Le marché de la dette publique joue un rôle de premier plan dans ce processus via trois canaux: les prix, la liquidité et le bilan.

Par le canal des prix, les taux d'intérêt des obligations souveraines influencent les conditions de financement de l'économie, en ce qu'ils constituent la référence par excellence pour la fixation des taux d'intérêt à plus long terme appliqués aux ménages et aux entreprises. Lorsque les primes de risque contenues dans les taux d'intérêt des titres souverains atteignent des valeurs qui ne se justifient plus, en raison d'un dysfonctionnement des marchés, elles menacent de perturber la transmission de la politique monétaire en créant une pression à la hausse sur les coûts de financement dans l'économie. Le canal de la liquidité opère par le fait que les titres publics constituent la principale forme de garantie pour le financement des banques sur le marché. Une baisse du prix des titres publics expose ainsi les banques à un risque de liquidité, puisque celles-ci doivent compenser cette diminution de valeur en accordant des garanties supplémentaires ou en empruntant

moins. Un tarissement de la liquidité de ces instruments peut paralyser le marché interbancaire – comme cela a été le cas au début de mai 2010 – avec pour conséquence que l'accès au financement de marché est entravé et l'octroi de crédits à l'économie menacé. Le canal du bilan intervient pour sa part du fait qu'une baisse des cours des obligations souveraines induit des pertes pour leurs détenteurs. Les fonds propres des banques s'en ressentent, ce qui peut les inciter à réduire le volume des crédits qu'elles octroient. En outre, cette situation ravive les doutes quant à la solvabilité de certaines banques, et rend donc plus difficile leur financement par le marché.

L'objectif principal du programme était de préserver le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il importe donc de souligner que les liquidités injectées par les achats réalisés au titre de ce programme sont totalement réabsorbées sur une base hebdomadaire, et ce contrairement à la plupart des opérations d'achat de titres de la Federal Reserve, qui créent des liquidités de banque centrale supplémentaires. La plupart des premières acquisitions effectuées dans le cadre du programme se

GRAPHIQUE 7 ACHATS RÉALISÉS DANS LE CADRE DU PROGRAMME POUR LES MARCHÉS DE TITRES (SMP) ET ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT DES OBLIGATIONS SOUVERAINES À DIX ANS⁽¹⁾
(milliards d'euros, points de pourcentage)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.
(1) Écarts vis-à-vis du Bund allemand.

sont concentrées en mai et juin 2010. Le montant total des achats s'élevait à 55 milliards d'euros à la fin de juin 2010.

L'appréciation de l'efficacité du programme est assez complexe étant donné que, premièrement, un fonctionnement « normal » du mécanisme de transmission de la politique monétaire est relativement difficile à résumer en quelques critères ou indicateurs clairs et que, deuxièmement, il est malaisé, voire impossible, de déterminer la contribution exacte d'une mesure non conventionnelle individuelle dans un contexte largement marqué par la baisse des cours des emprunts publics. Cela étant dit, les achats de titres réalisés dans le cadre du programme semblent avoir eu un effet, fût-il de courte durée, sur les rendements des emprunts publics à dix ans par exemple. Ce fut le cas en mai 2010 pour la plupart des pays, et en particulier pour la Grèce. En outre, le programme peut avoir contribué à contenir l'effet de contagion des problèmes d'un pays individuel aux autres pays de la zone euro⁽¹⁾.

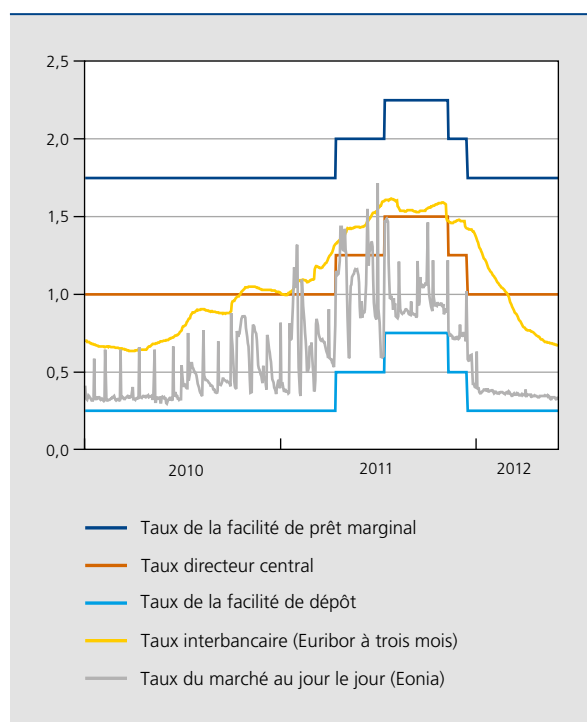
2.3 Eurosysteme : légère reprise économique au début de 2011

Le premier semestre de 2011 a été marqué par une reprise de l'activité économique, ce qui a alimenté un certain optimisme en matière de croissance future. Parallèlement, les tensions sur l'inflation se sont progressivement renforcées, sous le coup du renchérissement de l'énergie et des autres matières premières. Afin d'éviter que les risques haussiers pesant sur la stabilité des prix ne se matérialisent dans un environnement de redémarrage de l'activité, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de relever par deux fois les taux directeurs. Après avoir été maintenu au niveau historiquement bas de 1 % pendant près de deux ans, le principal taux directeur a ainsi successivement été porté à 1,25 % le 7 avril et à 1,50 % le 7 juillet. En dépit d'une amélioration globale du fonctionnement des marchés financiers dans la zone euro, notamment du marché monétaire, enregistrée à la fin de 2010 et au début de 2011 et étant donné la persistance de dysfonctionnements dans certains compartiments des marchés financiers de la zone euro dans le contexte de la crise de la dette publique, le Conseil des gouverneurs a conservé les mesures non conventionnelles de politique monétaire qui étaient en place à la fin de 2010.

2.4 Eurosysteme : crise de la dette publique et risques de rationnement du crédit

Durant l'été de 2011, sur fond de nouvelles inquiétudes quant à la capacité de la Grèce de rembourser sa dette, un

GRAPHIQUE 8 TAUX DIRECTEURS ET TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO
(pourcentages)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

regain de tensions s'est fait jour sur plusieurs marchés de la dette publique dans la zone euro. Les écarts de taux vis-à-vis du Bund allemand se sont creusés pour l'ensemble des obligations souveraines, et l'Italie et l'Espagne ont été particulièrement touchées, marquant une nouvelle étape dans la contagion de la crise de la dette publique. Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation généralisée de l'aversion pour le risque et d'une nette dégradation de la situation sur le marché interbancaire. Sur le marché monétaire, l'écart de taux entre l'Euribor et le taux OIS à trois mois a à nouveau grimpé, tandis que le recours aux opérations de liquidité de l'Eurosysteme s'est accru.

Ces nouvelles turbulences, générées par une exacerbation de la crise de la dette souveraine, ont poussé les banques à relever leurs critères d'octroi de crédits et ont dès lors menacé la bonne transmission de la politique monétaire. Dans ce contexte, et afin d'alléger les contraintes de financement des établissements de crédit, le Conseil des gouverneurs de la BCE a progressivement pris de nouvelles mesures de politique monétaire non conventionnelles. Il a tout d'abord décidé, dès le mois d'août 2011, de procéder

(1) Cf., par exemple, Boeckx et Dewachter (2012).

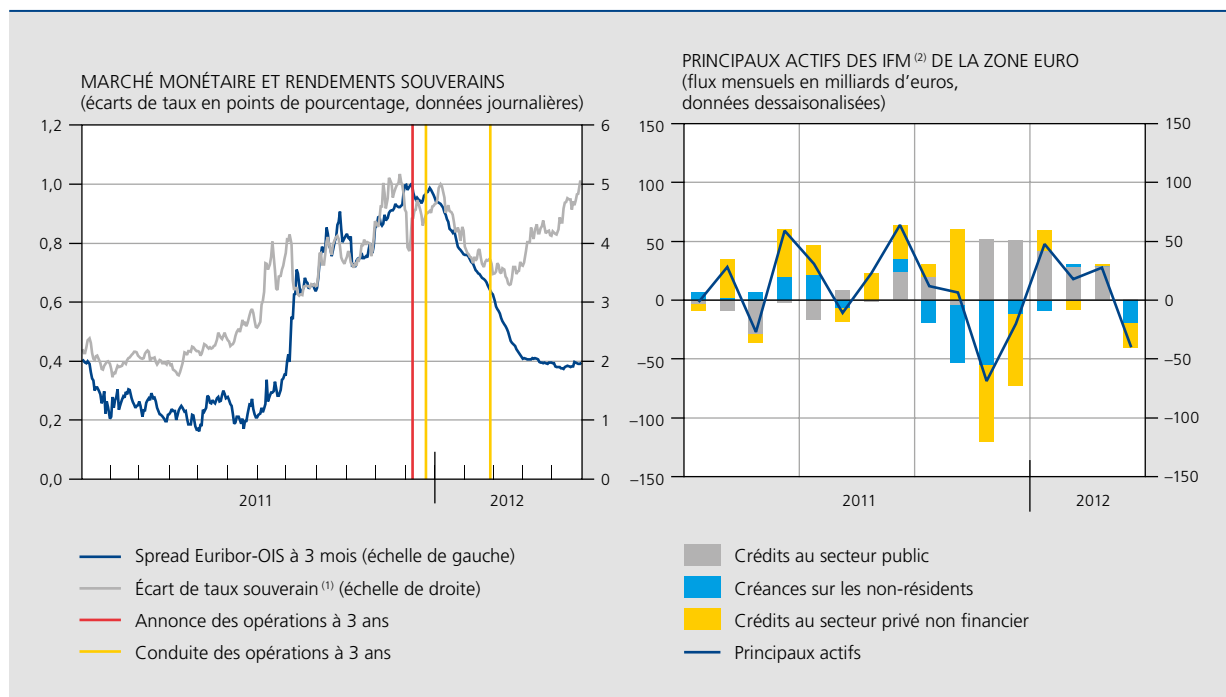
à une nouvelle opération de fourniture de liquidités à six mois et de réactiver le SMP⁽¹⁾. Il a ensuite convenu, en septembre, de mener trois opérations supplémentaires de fourniture de liquidités à trois mois en dollars des États-Unis. Ces opérations sont venues compléter les opérations à sept jours déjà effectuées sur une base hebdomadaire. En octobre, un nouvel ensemble de mesures a été adopté : afin de réduire davantage l'incertitude en matière de refinancement pour les banques, le Conseil des gouverneurs a décidé de conduire deux opérations de fourniture de liquidités à plus long terme, l'une d'une durée de douze mois et l'autre d'une durée de treize mois. Il a par ailleurs annoncé que toutes les opérations de refinancement continueraient d'avoir lieu jusqu'à la mi-2012 selon une procédure de satisfaction intégrale des soumissions et à un taux fixe correspondant au taux moyen des opérations principales de refinancement sur toute la durée de l'opération. Enfin, il a convenu de lancer un deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées, prévoyant des achats pour un total de 40 milliards d'euros sur une période d'un an débutant en novembre 2011.

(1) À la fin de mai 2012, le montant total des obligations souveraines détenues par l'Eurosystème dans le cadre du SMP s'élevait à 212 milliards d'euros, contre 74 milliards au début d'août 2011.

Face à la dégradation des perspectives économiques et à la réduction attendue des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE a abaissé, lors de ses réunions de novembre et de décembre, ses taux directeurs de 25 points de base à chaque occasion. En décembre, confronté au risque grandissant d'un rationnement des octrois de crédits au secteur privé (*credit crunch*), il a adopté un nouveau train de mesures visant à soutenir la liquidité des banques et les crédits à l'économie. Parmi les principales mesures annoncées, figurent la conduite de deux opérations de liquidité à très long terme d'une durée de 36 mois, l'élargissement des actifs admis en garantie des prêts de l'Eurosystème et la réduction du taux des réserves obligatoires de 2 à 1 % à partir de janvier 2012. Les deux opérations à 36 mois menées les 22 décembre 2011 et 1^{er} mars 2012 se sont soldées par l'allocation de respectivement 489,2 et 529,5 milliards d'euros, pour une injection de liquidités nette totale d'environ 520 milliards.

D'après les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro d'avril 2012, ces opérations à long terme ont contribué à améliorer l'accès des banques au financement de marché et leur position de liquidité. Elles ont par ailleurs profité à

GRAPHIQUE 9 CRISE DE LA DETTE PUBLIQUE ET RISQUES DE RATIONNEMENT DU CRÉDIT DANS LA ZONE EURO



Sources : Thomson Reuters Datastream, US Department of Agriculture, BCE.

(1) Écarts des rendements des obligations souveraines à dix ans de la Belgique, de l'Espagne, de l'Irlande, de l'Italie et du Portugal vis-à-vis du Bund allemand, moyenne pondérée par les PIB.

(2) Institutions financières monétaires à l'exception de l'Eurosystème.

différents gouvernements, tels que celui de l'Espagne ou de l'Italie, qui ont vu leurs coûts de financement baisser sensiblement à la suite de l'achat d'obligations souveraines par les banques. De manière plus générale, enfin, elles ont généré dans les semaines qui ont suivi un regain d'optimisme sur les marchés, en particulier sur le marché monétaire, comme en témoigne le net resserrement de l'écart de taux entre l'Euribor et l'OIS à 3 mois. Dans un contexte économique détérioré et marqué par la faiblesse de la demande de crédits, ces opérations à long terme ne se sont toutefois pas traduites par une progression manifeste des prêts au

secteur privé. À la fin de mars, leurs effets favorables sur les marchés se sont en outre quelque peu estompés, et les écarts de taux souverains sont repartis à la hausse dans plusieurs pays. Ces évolutions montrent que les mesures de liquidité de l'Eurosystème, si elles soulagent les banques et permettent de gagner du temps, ne se substituent ni à la levée de capital ni à la conduite de politiques budgétaires et structurelles saines, qui favorisent la croissance durable et la stabilité de l'économie européenne⁽¹⁾.

(1) Draghi (2012).

Encadré 2 – Politique monétaire et politique budgétaire

Si les possibilités d'intervention du pouvoir politique dans la conduite de la politique monétaire sont limitées de part et d'autre de l'Atlantique, les différences entre les deux banques centrales en termes de mandat et de caractéristiques institutionnelles spécifiques à chacune des zones économiques donnent lieu à des attitudes très dissemblables en matière d'achat d'obligations souveraines. La crise financière a par ailleurs bousculé quelque peu les frontières qui prévalaient entre politique monétaire et politique budgétaire.

Indépendance et achat de bons du Trésor

Les théories économiques et les évidences empiriques ont donné lieu au consensus selon lequel il est préférable de confier la gestion de la politique monétaire à des institutions indépendantes. Il est en effet reconnu que cette configuration permet d'isoler la conduite de la politique monétaire de pressions politiques potentiellement génératrices d'inflation et qu'elle offre ainsi un environnement plus stable, favorable à la croissance économique et à l'emploi. Ce principe d'indépendance a progressivement guidé la pensée dans les économies avancées à partir de la fin des années 1970, et il s'est imposé à la Federal Reserve et à l'Eurosystème lors de sa création. Il est allé de pair avec une affirmation de l'objectif de la stabilité des prix et, concrètement, s'est notamment traduit par la proscription du financement monétaire des déficits publics et par l'interdiction, pour les banques centrales, de procéder à des achats de dette publique sur le marché primaire.

Le principe d'indépendance des banques centrales limite ainsi la possibilité pour ces dernières d'acheter des bons du Trésor. Mais il ne le proscrie pas, car il s'agit là potentiellement d'un puissant instrument de politique macro-économique. Si la Federal Reserve comme l'Eurosystème ont acquis des obligations souveraines au cours de la crise, les attitudes et les objectifs poursuivis en la matière ont toutefois divergé, reflétant des différences en termes à la fois de mandat et de caractéristiques institutionnelles.

Dans la zone euro, l'Eurosystème a pour mission et objectif premier de maintenir la stabilité des prix. Il possède par ailleurs un degré d'indépendance « unique ». Tout d'abord, son indépendance revêt un statut quasi constitutionnel, en ce sens qu'elle est inscrite dans le Traité sur l'Union européenne, qui ne peut être modifié qu'à l'unanimité des États membres. Ensuite, de par la structure même de la zone euro, l'Eurosystème n'est directement comptable devant aucune autorité exécutive ou législative nationale, et il ne peut accepter d'instructions de quelque niveau de pouvoir que ce soit. Ces éléments expliquent largement pourquoi les achats de titres souverains effectués jusqu'ici ont été réduits à ceux qui l'ont été dans le cadre du SMP, avec comme objectif la préservation de la transmission de la politique monétaire dans les pays qui se sont retrouvés au cœur de la crise de la dette publique.



Aux États-Unis, l'achat et la vente de titres publics font figure d'instruments-clés de la politique monétaire traditionnelle, que ce soit sous la forme de transactions fermes ou de mises en pension. Le statut d'actif « sans risque » et très liquide des bons du Trésor de l'État fédéral explique qu'ils soient pratiquement les seuls actifs que la Federal Reserve détient habituellement en portefeuille et qu'elle accepte dans le cadre de ses opérations journalières d'octroi de liquidités. Par ailleurs, le double mandat de la Federal Reserve lui assigne plus clairement la tâche de relancer l'économie lorsque la situation l'exige. L'atonie continue de l'activité économique et le niveau plancher des taux directeurs expliquent ainsi qu'elle ait procédé à des achats massifs de bons du Trésor au cours de la crise. Enfin, il convient de noter que l'indépendance de la Federal Reserve est dite « au sein du gouvernement », ce qui traduit le fait que la gestion de la politique monétaire aux États-Unis est déléguée par le Congrès américain à la Federal Reserve. Bien qu'autonome sur les plans financier et décisionnel, cette dernière est ainsi officiellement responsable devant le Congrès, qui, s'il le souhaite, a le pouvoir de modifier ses statuts et l'étendue de ses responsabilités par voie législative. Il est en outre prévu que la Federal Reserve agisse « en accord avec les objectifs généraux de politique économique et financière établis par le gouvernement ». Ces caractéristiques institutionnelles, associées à l'unicité de la politique budgétaire aux États-Unis, rendent pour d'aucuns la Federal Reserve sujette à certaines pressions politiques, notamment à l'approche d'échéances électorales.

Politique monétaire et politique budgétaire dans le contexte de la crise financière

La combinaison d'une grave crise financière et de profonds déséquilibres budgétaires a, tant aux États-Unis que dans la zone euro, semé un certain trouble quant aux contours de la politique monétaire et au rôle de la banque centrale, notamment dans sa relation avec la politique budgétaire.

D'une part, avec la crise, les banques centrales ont pris des mesures qui ont rendu plus floue la distinction entre politique monétaire et politique budgétaire. Par exemple, la Federal Reserve s'est lancée dans des programmes de soutien à des marchés spécifiques comme les billets de trésorerie ou les ABS. Elle a aussi acheté des actifs tels que les dettes des agences gouvernementales de refinancement hypothécaire (GSE) et les MBS pour soutenir le marché immobilier. Enfin, elle a largement été impliquée dans les sauvetages de Bear Stearns et d'AIG et a procédé à des achats massifs de bons du Trésor. Dans la zone euro, l'Eurosystème a pour sa part lancé deux programmes d'achat d'obligations sécurisées et un Programme pour les marchés de titres qui s'est traduit par l'acquisition de titres souverains sur le marché secondaire. Les banques centrales nationales de la zone euro ont en outre soutenu à bout de bras plusieurs établissements bancaires dans le cadre de la fourniture de liquidités d'urgence (*Emergency Liquidity Assistance – ELA*). Certaines des actions adoptées au cours de la crise ont ainsi altéré l'allocation des crédits entre les segments de marché et favorisé ou pénalisé certains agents économiques. Bien que limitées notamment par l'application de décotes, la plupart des mesures ont de plus fait peser certains risques sur les finances publiques des États, que ce soit par la capacité des banques centrales de distribuer les bénéfices du seignuriage ou à travers de potentielles pertes en capital. Par ailleurs, l'action des banques centrales sur un terrain proche de la politique budgétaire n'est pas dénuée de risques pour les banques centrales elles-mêmes. Une fois entrées dans le domaine de la politique budgétaire, ces dernières pourraient en effet se retrouver plus facilement soumises à la pression du secteur privé, des marchés financiers ou des gouvernements pour poursuivre l'usage de leur bilan et se substituer ainsi à l'action politique⁽¹⁾. Une telle situation peut être génératrice d'aléa moral lorsqu'elle conduit à la réduction de la discipline budgétaire. Elle augmente par ailleurs le risque de domination de la politique monétaire par la politique budgétaire et constitue dès lors une menace potentielle pour l'indépendance et pour la crédibilité de la banque centrale, en particulier en cas de monétisation des pertes ou de la dette publique.

D'autre part, la nécessité de pallier les difficultés financières auxquelles sont confrontés de nombreux États tout en relançant l'activité économique a suscité de nouveaux débats sur les objectifs et sur le rôle des banques centrales. Certaines voix s'élèvent ainsi contre l'objectif strict de la stabilité des prix qui a été assigné aux banques centrales,

(1) Cf. Plosser (2012).



et à l'Eurosystème en particulier. D'aucuns considèrent la tolérance d'un niveau d'inflation plus élevé comme une manière efficace de relancer l'économie à moindres frais. Les arguments avancés vont de la dévaluation des dettes publiques et privées au renforcement de la capacité de réaction des banques centrales en temps de crise⁽¹⁾. D'autres encore sont favorables à ce que l'Eurosystème endosse un véritable « rôle de prêteur en dernier ressort » en faveur des États⁽²⁾. Alors que l'Eurosystème a déjà agi comme pourvoyeur de liquidités sur certains marchés d'obligations souveraines, quand un brusque assèchement de ceux-ci mettait à mal la transmission de la politique monétaire, ils préconisent un engagement sans limite dans ce sens. Ces deux pistes posent cependant question car elles entrouvrent la voie à une monétisation de la dette publique et, éventuellement, à l'émergence d'une spirale inflationniste. Elles présentent ainsi des dangers potentiels pour l'indépendance et la crédibilité des banques centrales. Dans ce contexte, et à contre-courant de certaines idées, il est significatif que la Federal Reserve se soit dotée, en janvier 2012, et ce pour la première fois de son histoire, d'un objectif d'inflation à long terme de 2 %.

L'ampleur de la crise et le déroulement rapide des événements justifient très largement l'extension sans précédent des activités des banques centrales au cours des dernières années. Tout en préservant le bon ancrage des anticipations d'inflation, les mesures adoptées ont permis d'éviter l'effondrement du système financier et de relancer l'activité économique. Il y a toutefois lieu de garder à l'esprit que la politique monétaire a aussi ses limites. Si la crise impose de repenser la conduite de la politique macroéconomique, il faut rester vigilant par rapport à de possibles dérives, dans un contexte de dette publique historiquement élevée. L'indépendance des banques centrales participe de leur crédibilité, et il est primordial que la crise ne balaie pas ce principe essentiel à la stabilité et à la prospérité de l'économie.

(1) Cf. Blanchard et al. (2010).

(2) Cf. De Grauwe (2011).

3. Des défis importants pour la politique monétaire

La politique monétaire menée au cours de ces dernières années illustre clairement l'étendue des défis qui se sont posés aux preneurs de décisions. L'incidence de la politique monétaire non conventionnelle, en particulier, a été et continue d'être l'objet de bon nombre d'incertitudes. On peut toutefois d'ores et déjà affirmer que la politique monétaire des États-Unis et de la zone euro a contribué de manière cruciale à éviter un effondrement complet du système économique-financier. Parallèlement, il convient de garder à l'esprit les risques et les défis à venir que cette politique a à son tour créés. Nous en examinerons trois dans la présente section : premièrement, celui de la mise en œuvre de la politique monétaire dans un contexte de bilan de banque centrale volumineux et d'excédents de liquidités importants ; deuxièmement, la présence d'une forte hétérogénéité au sein de la zone euro, tant en ce qui concerne le mécanisme de transmission que pour ce qui est des perspectives macroéconomiques ; troisièmement, la lutte contre les effets secondaires indésirables d'une politique monétaire particulièrement accommodante.

3.1 Politique monétaire dans un contexte d'excédent de liquidités élevé

Jusqu'à il y a peu, les effets de la politique monétaire non conventionnelle avaient été analysés principalement sous l'angle de l'actif du bilan des banques centrales. Récemment, l'attention s'est toutefois portée davantage sur le passif, en particulier depuis la forte hausse du bilan de l'Eurosystème à la suite des opérations de refinancement à trois ans. En effet, l'ampleur de l'excédent de liquidités et son incidence éventuelle sur la croissance monétaire, sur l'octroi de crédits et, *in fine*, sur l'inflation suscitent de plus en plus d'interrogations.

Le gonflement des postes du passif est une conséquence automatique des mesures de politique qui concernent l'actif du bilan et qui ont permis aux banques centrales de soutenir les marchés financiers, les établissements du secteur financier et/ou la transmission de la politique monétaire au cours de la crise. Chaque fois que les banques centrales fournissent des liquidités additionnelles, que ce soit au travers d'opérations de refinancement ou d'achats d'actifs, le montant correspondant est crédité sur le compte courant de la contrepartie. Une banque

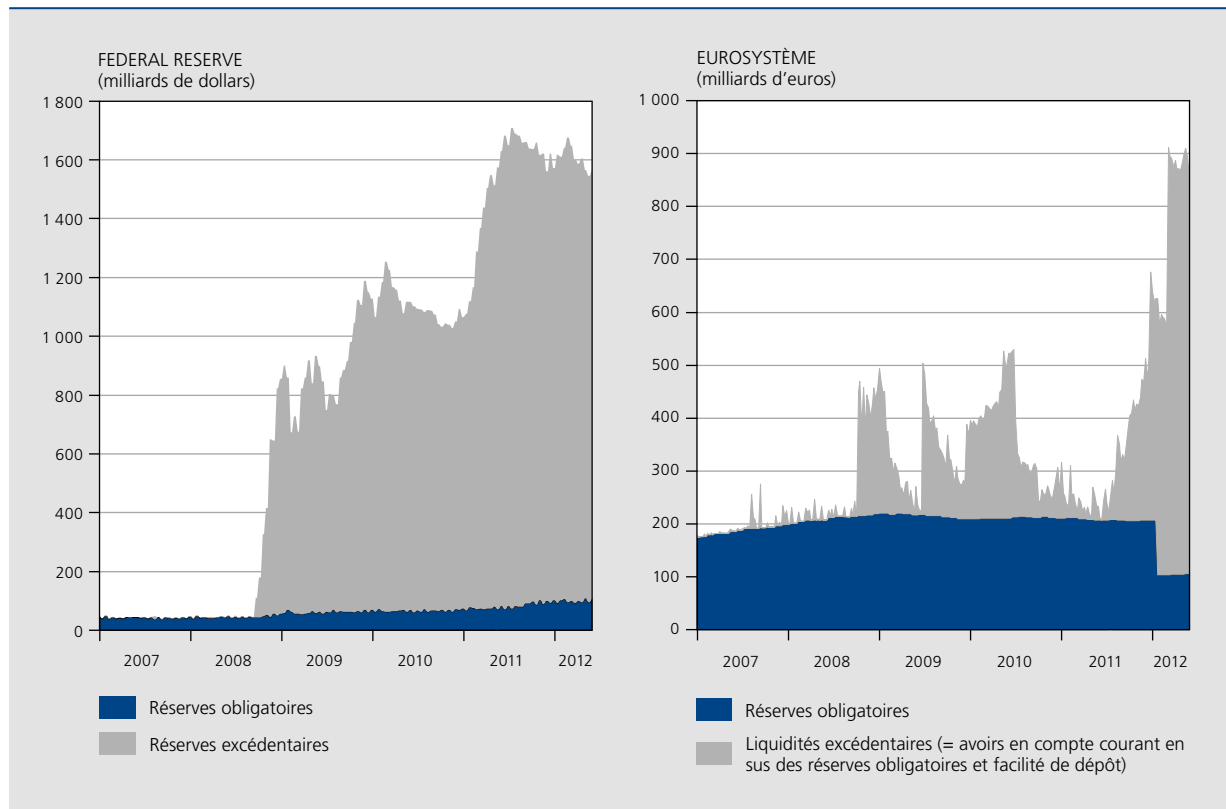
individuelle peut réduire son excédent de liquidités, par exemple en octroyant des crédits, contrairement au système bancaire considéré globalement. Les banques ont beau prêter l'argent émanant de la banque centrale, ou l'utiliser pour acheter des titres, autant de fois qu'elles le veulent, cela ne change rien à l'excédent de liquidités du système bancaire. Il est donc bien clair que l'excédent de liquidités est presque entièrement déterminé par les actions de la banque centrale⁽¹⁾. En ce qui concerne la Federal Reserve, cet excédent prend la forme de réserves détenues par les banques de dépôt. Dans l'Eurosystème, seule une partie très limitée, non rémunérée, du surplus de liquidités est maintenue sur le compte courant, l'essentiel étant transféré sur la facilité de dépôt, rémunérée à un taux spécifique⁽²⁾.

Pour comprendre la relation entre l'octroi de crédits bancaires, d'une part, et l'excédent de liquidités, d'autre part, il est important de considérer l'excédent de liquidités comme l'un des nombreux postes à l'actif du bilan d'une

banque commerciale. Le maintien de ce poste de l'actif ne doit donc pas être considéré comme indésirable, mais plutôt comme le résultat d'un arbitrage risque-rendement. Les réserves d'une banque centrale constituent un actif extrêmement liquide et dépourvu de risque, rémunéré à un taux d'intérêt peu élevé (à savoir l'*interest on reserves* aux États-Unis, et le taux de la facilité de dépôt dans la zone euro, tous les deux actuellement à 0,25 %). Le fait que ces excédents de liquidités considérables n'entraînent pas un octroi effréné de crédits (ou, comme le disent les manuels, que le multiplicateur monétaire reste faible) s'explique par un coût d'opportunité trop faible pour la détention de ces excédents de liquidités. En d'autres termes, les banques préfèrent conserver un actif extrêmement liquide, dépourvu de risque et rémunéré à 0,25 % plutôt qu'octroyer un crédit à une entreprise ou à un ménage ou qu'acheter un actif mieux rémunéré. Cette préférence pour la détention d'actifs peu rémunérés et sans risque dans le contexte macroéconomique et financier actuel ressort également du faible niveau des rendements des titres publics allemands, par exemple, que sont disposés à accepter les investisseurs, qui n'ont généralement pas accès aux facilités des banques centrales.

(1) Les exceptions à ce principe sont les variations des facteurs autonomes que la banque centrale ne contrôle pas directement, comme les fluctuations de la demande de billets, des dépôts des administrations publiques ou l'encours mensuel des réserves obligatoires.
 (2) Pour plus d'information concernant l'excédent de liquidités et le recours à la facilité de dépôt cf. Boeckx et Ide (2012).

GRAPHIQUE 10 EXCÉDENT DE LIQUIDITÉS AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO
 (sélection de postes du passif)



Sources: Federal Reserve, BCE.

Le contexte économique-financier actuel, en particulier dans la zone euro, est tel que le risque est plus important d'assister à un rationnement des octrois de crédits (*credit crunch*) et à une surévaluation du risque (*overpricing*) qu'à une expansion incontrôlée des crédits. C'est également dans ce contexte que l'excédent de liquidités ne s'accompagne pas nécessairement d'un risque inflationniste élevé. Si le coût d'opportunité de l'excédent de liquidités devait toutefois s'accroître au point que les banques souhaitent modifier la composition de leurs actifs en octroyant des crédits ou en acquérant d'autres actifs, avec pour conséquence l'émergence de risques inflationnistes élevés, la banque centrale pourrait toutefois durcir sa politique. De cette manière, le coût d'opportunité de la liquidité excédentaire pourrait retrouver un niveau plus modéré.

C'est dans ce contexte qu'il convient d'apprécier l'importance de l'instauration, en octobre 2008, par la Federal Reserve, du taux de rémunération des réserves (*interest on reserves*), qui peut être comparé au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Ce taux permet d'éviter que le taux du marché au jour le jour (le taux des fonds fédéraux) ne se rapproche trop de zéro en cas de réserves excédentaires aux États-Unis. Contrairement à ce qui avait été anticipé, il ne constitue toutefois pas un plancher absolu, dans la mesure où nombre d'institutions financières n'ont pas accès au système de réserves rémunérées et que les arbitrages nécessaires n'ont pas eu lieu. Néanmoins, il devrait revêtir de l'importance lorsque la banque centrale estimera qu'une hausse des taux s'impose en raison des conditions macroéconomiques.

L'on voit donc que ce n'est pas l'ampleur de l'excédent de liquidités mais plutôt son prix, c'est-à-dire son taux d'intérêt, qui en déterminera l'effet sur l'octroi de crédits, sur l'économie réelle et sur l'inflation. L'ampleur de l'excédent de liquidités peut toutefois avoir une incidence sur le taux du marché au jour le jour au sein du corridor des taux d'intérêt. Celle-ci se manifeste clairement dans la zone euro depuis la mise en œuvre du système de satisfaction intégrale des soumissions à taux fixe, dans lequel la demande de liquidités de banque centrale dans le chef des banques est entièrement satisfaite. Ainsi, les variations de la demande de liquidités par les banques en sus de leur besoin de liquidités entraînent toujours des fluctuations du taux du marché au jour le jour (Eonia). Lorsque l'excédent de liquidités était considérable, le taux du marché au jour le jour s'est rapproché de celui de la facilité de dépôt, comme ce fut clairement le cas entre juin 2009 et juin 2010, et à nouveau à partir de fin décembre 2011 (cf. graphique 8). Lorsque l'excédent de liquidités était inférieur à un montant compris entre 100 et

200 milliards d'euros, cela a toutefois été nettement moins vrai. Il n'en demeure pas moins que, dans la mesure où l'écart entre le taux du marché au jour le jour et le taux directeur central se répercute sur les autres taux d'intérêt, il en ressort une incidence sur l'orientation de la politique monétaire. Pour lutter contre son effet potentiellement inflationniste, l'on peut soit resserrer le corridor, soit absorber les excédents de liquidités, par exemple en offrant des dépôts à terme à un taux d'intérêt supérieur à celui de la facilité de dépôt.

3.2 Hétérogénéité dans la zone euro

3.2.1 Transmission asymétrique de la politique monétaire

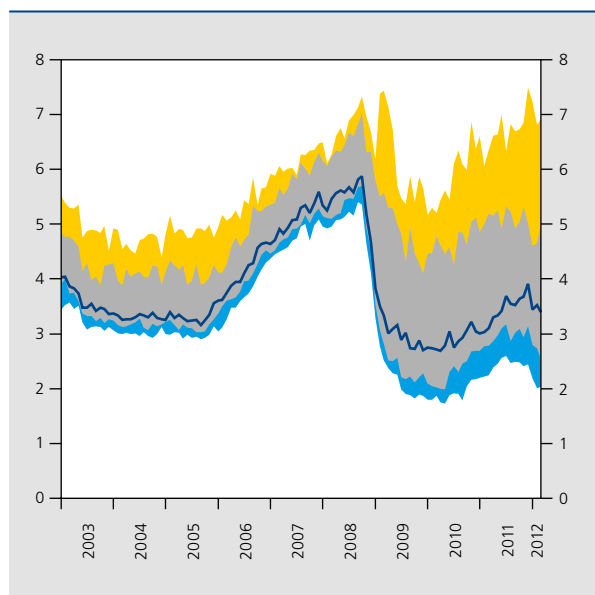
La crise financière actuelle, en particulier la crise de la dette publique, a souligné, voire renforcé, l'hétérogénéité entre les États de la zone euro, notamment à travers les liens entre le secteur bancaire domestique et les autorités nationales. Cette situation a entraîné une hétérogénéité accrue dans la transmission de la politique monétaire, comme l'atteste la dispersion accrue des taux d'intérêt sur les prêts aux entreprises non financières dans les différents pays de la zone euro. Alors qu'avant la crise, la dispersion maximale oscillait autour de 2 points de pourcentage, depuis son émergence elle a progressé, jusqu'à atteindre 4 à 5 points de pourcentage. En outre, il y a lieu de noter un accroissement de la dispersion à la hausse et à la baisse. C'est ainsi que, au cours des premiers mois de 2012, ce taux d'intérêt s'est établi sous la barre des 3 % dans des pays comme la Belgique, les Pays-Bas, l'Autriche et l'Allemagne, alors qu'au Portugal et à Chypre, par exemple, le taux d'intérêt a grimpé au-delà de 6 %.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette dispersion accrue. Ainsi, les coûts de financement des banques, tels que les taux d'intérêt payés sur les dépôts bancaires et les taux que les banques sont tenues de proposer pour l'émission de leurs propres titres de créance, se caractérisent par des écarts de plus en plus grands entre les pays de la zone euro. De même, l'accès au financement par le marché est devenu plus difficile dans certains pays, ce qui a renchéri encore le coût du financement. Pour préserver leur rentabilité, les banques sont contraintes de répercuter cette hausse sur les taux d'intérêt des crédits qu'elles octroient.

Afin de lutter contre cette hétérogénéité entre pays en matière de transmission de la politique monétaire, l'Eurosystème a eu recours aux mesures dites non conventionnelles. À côté de l'achat de titres dans le cadre du SMP instauré en mai 2010, la principale d'entre elles a indubitablement été la procédure de satisfaction

GRAPHIQUE 11 TAUX D'INTÉRÊT DES IFM DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO: PRÊTS AUX ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

(pourcentages, quartiles, toutes maturités confondues)



Sources : BCE, BNB.

intégrale des soumissions à taux fixe établie en octobre 2008, qui a permis à toutes les banques (contreparties) de la zone euro de se financer au taux directeur, à la condition de disposer de suffisamment de garanties. Grâce à la décision du Conseil des gouverneurs du 8 décembre 2011 de proposer deux opérations de refinancement à trois ans, cette certitude a été offerte à plus long terme. Le Conseil des gouverneurs a décidé par ailleurs d'élargir l'éventail des actifs admis en garantie des prêts de l'Eurosystème, en abaissant le seuil de notation exigé pour certains titres adossés à des actifs (ABS) et en permettant aux banques centrales nationales d'accepter en garantie des prêts bancaires respectant des critères d'éligibilité spécifiques. De plus, le taux des réserves obligatoires a été ramené de 2 à 1 % à dater de la période de constitution des réserves débutant le 12 janvier 2012, diminuant par là le besoin consolidé de liquidités des établissements de crédit et libérant une partie des actifs utilisés en garantie des prêts de l'Eurosystème.

3.2.2 Divergence macroéconomique

La politique monétaire de l'Eurosystème est confrontée à l'hétérogénéité non seulement de la transmission de la politique monétaire, mais également des évolutions macroéconomiques. Principalement en Irlande et en

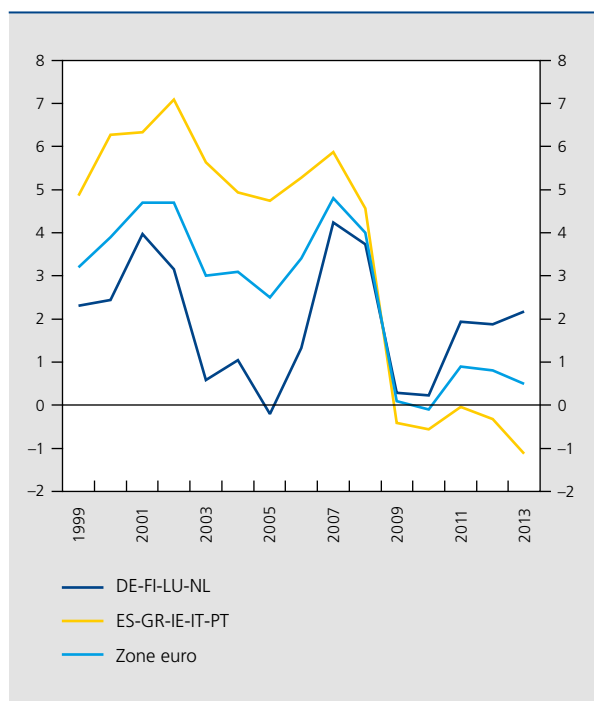
Grèce, mais aussi en Italie, au Portugal et en Espagne, les perspectives de croissance économique demeurent inférieures à celles du groupe DE-FI-LU-NL, et en particulier de l'Allemagne. Cela se traduit à son tour par des décalages en matière d'inflation nationale mesurée par l'IPCH hors produits énergétiques et alimentaires. Cette divergence peut être illustrée à l'aide d'un étalon synthétique, à savoir une règle normative de Taylor⁽¹⁾. Celle-ci détermine le taux directeur souhaitable en fonction de l'inflation et de la croissance de l'activité. Dans cet exercice, le taux souhaité, en termes nominaux, est assimilé au taux d'intérêt nominal d'équilibre (égal à la somme du taux d'intérêt réel d'équilibre et de l'objectif d'inflation) corrigé de l'écart par rapport, respectivement, à l'objectif d'inflation et au niveau d'activité potentiel⁽²⁾. Il s'avère ainsi que le taux directeur souhaité dans le groupe de pays où les bilans des établissements de crédit et des pouvoirs publics sont demeurés relativement sains (DE, FI, LU, NL) est actuellement supérieur à celui du groupe de pays où ce n'est pas le cas (IT, ES, PT, IE, GR). Pour l'ensemble de la zone euro, le taux directeur souhaité oscille pour le moment, selon ce critère, entre 0,5 et 1 %, ce qui est conforme au niveau actuel des taux d'intérêt.

Comme la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème vise à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble, le Conseil des gouverneurs évalue l'orientation de la politique monétaire pour la zone euro dans son ensemble. Les évolutions nationales font partie des informations disponibles sur lesquelles se fondent les décisions de politique monétaire, mais ces dernières ne sont jamais taillées sur mesure au bénéfice d'un pays en particulier. Ce n'est pas la première fois que la zone euro connaît une forte divergence macroéconomique, mais les groupes de pays occupaient alors des positions inverses de celles qu'ils occupent actuellement. À l'époque, la règle était la même : la politique monétaire était menée à la faveur de la zone euro dans son ensemble mais, au cours de la période 2002-2007, le taux directeur souhaitable selon la règle normative de Taylor s'établissait un peu au-dessus du taux directeur central de la BCE.

(1) Cf. Taylor (1993).

(2) La mesure du niveau d'activité potentiel est, en particulier depuis la récente récession, entachée de nombreuses incertitudes. Dès lors, le niveau exact du taux directeur souhaité tel que prescrit par une règle normative de Taylor doit être interprété avec toute la prudence qui s'impose. Néanmoins, il n'est pas imprudent d'affirmer que des critères alternatifs de mesure de l'activité économique n'invalideraient pas le constat d'une divergence considérable au sein de la zone euro.

GRAPHIQUE 12 RÈGLE NORMATIVE DE TAYLOR⁽¹⁾



Sources : Perspectives économiques de décembre 2011 de l'OCDE, calculs de la BNB.

(1) La règle normative de Taylor appliquée est : $i_t = R^*_t + \pi^* + 1,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(\text{écart de production } \gamma_t)$. R^*_t = taux d'intérêt réel d'équilibre approximé par la croissance potentielle au cours de l'année t , π_t = inflation mesurée par l'IPCH à l'exclusion des produits énergétiques et alimentaires, π^* = cible d'inflation = 1,9 %. Les groupes de pays sont pondérés par le PIB. DE-FI-LU-NL représentent environ 37 % du PIB de la zone euro, ES-GR-IE-IT-PT environ 34 %.

3.3 Les risques d'une politique monétaire très accommodante durant une période prolongée

S'il n'est pas aisé de déterminer précisément son amplitude, le caractère très accommodant des politiques monétaires actuelles respectives de la Federal Reserve et de l'Eurosystème ne fait aucun doute. À 1 % pour l'Eurosystème et compris dans une fourchette allant de 0 à 0,25 % pour la Federal Reserve, les taux d'intérêt directeurs s'établissent en effet à des étages historiques. En termes réels, ils sont maintenant largement négatifs depuis deux ans environ. Par ailleurs, en raison de l'excès de liquidités prévalant sur le marché monétaire, le taux Eonia au jour le jour de la zone euro se situe à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt, soit 0,25 %. Enfin, toujours dans la zone euro, la possibilité qui est offerte aux banques d'obtenir la totalité des liquidités souhaitées à un taux fixe indexé sur le principal taux directeur leur garantit de pouvoir se refinancer à des conditions particulièrement avantageuses.

Ce caractère conciliant de la politique monétaire se justifie par des situations financière et macroéconomique toujours dégradées. Afin d'éviter tout effet pervers à l'avenir, il y

a toutefois lieu d'en garder à l'œil les effets secondaires potentiels. Différents risques peuvent découler de la conduite d'une politique monétaire particulièrement accommodante durant une longue période. Nous en présentons sept dans le cadre de cet article.

Le premier risque est celui de retarder les ajustements nécessaires des bilans. Des taux d'intérêt très faibles et de généreuses opérations de fourniture de liquidités réduisent en effet les coûts d'opportunité pour les banques de détenir des actifs non performants. Ils permettent de gagner du temps pour l'ajustement des bilans mais ne résolvent pas les problèmes de solvabilité⁽¹⁾. En ce qui concerne le secteur public, des rendements faibles maintiennent par ailleurs les charges d'intérêt à un bas niveau, ce qui peut donner l'illusion que la dette est soutenable, voire qu'elle peut encore s'alourdir.

Le deuxième est celui d'encourager la prise de risques et l'endettement. L'expérience montre que des taux d'intérêt particulièrement bas tendent à encourager les opérations de *carry trade*, qui visent à spéculer sur les écarts de rendement. La recherche de rendements élevés favorise à son tour la prise de risques et le développement de bulles spéculatives. La combinaison de taux d'intérêt bas durant une longue période et de la hausse de la valeur des actifs qu'elle génère tend par ailleurs à réduire la perception du risque. Elle peut ainsi induire un octroi de crédits et un endettement excessifs.

Le troisième est la perte de la capacité des marchés de former leurs prix, dans un contexte où les opérations d'achat ou de prêt des banques centrales peuvent sensiblement affecter la formation des prix de certains actifs. La détention de grandes quantités d'actifs par les banques centrales peut ainsi affaiblir le signal donné par le marché ou le réduire à un simple reflet des attentes du marché par rapport aux actions futures de celles-ci. La variation des critères pour les actifs admis en garantie des opérations de fourniture de liquidités peut par ailleurs également être source de distorsions des prix sur les marchés.

Quatrièmement, et non sans rapport avec le risque précédent, un rôle trop important des banques centrales en tant que faiseurs de marché peut simplement conduire à une atrophie des marchés et à une situation où la banque centrale agit en tant qu'intermédiaire financier à la place du secteur privé. En ce qui concerne le marché monétaire plus spécifiquement, il a été observé par ailleurs qu'un faible taux d'intérêt avait un effet de resserrement du marché. Lorsque les coûts opérationnels

(1) Cf. Hannoun (2012).

liés à l'exécution des transactions sont supérieurs au taux gagné, les banques commerciales tendent en effet à se détourner de ces opérations, ce qui réduit la taille du marché⁽¹⁾. Actuellement, se pose ainsi la question de savoir si le marché monétaire retrouvera un jour son activité d'avant la crise ou si la banque centrale conservera à l'avenir un rôle d'intermédiation plus prononcé.

Cinquièmement, une politique monétaire très accommodante est une source potentielle d'inflation. D'une part, un gonflement rapide et inattendu de l'octroi de crédits pourrait générer une augmentation de la demande intérieure et des pressions haussières sur les prix. D'autre part, un accroissement de la détention d'actifs, et en particulier d'obligations souveraines, de la part de la banque centrale pourrait susciter des craintes de financement monétaire et se traduire par une révision à la hausse des anticipations d'inflation. C'est le risque lié à la domination budgétaire qui a été abordé dans l'encadré 2.

Sixièmement, la combinaison de faibles taux d'intérêts à court terme et d'une pente plus forte de la courbe des rendements avive l'exposition des agents économiques au risque de taux d'intérêt. Elle rend en effet plus profitables les investissements à long terme, mais tend à favoriser les emprunts à court terme, ce qui amplifie les risques de refinancement en cas de relèvement inattendu des taux d'intérêt.

Enfin, septièmement, plus les politiques restent en place longtemps, plus il est difficile d'en sortir. La conjugaison d'ajustements retardés, de nouvelles sources de fragilité, d'un signal de marché perturbé et d'une atrophie du marché peut rendre les banques centrales plus réticentes à normaliser les politiques⁽²⁾. L'addiction de nombreuses banques de la zone euro à l'Eurosystème et, potentiellement, du gouvernement américain à la Federal Reserve complique de surcroît les choses. Il est ainsi essentiel que les problèmes fondamentaux soient palliés aux travers de mesures adéquates (assainissement budgétaire, réformes structurelles et rétablissement de la base en capital des banques) au risque d'une sortie trop lente et trop tardive. Le fait que des politiques très accommodantes soient menées parallèlement par les principales banques centrales de la planète mondialise par ailleurs la portée des risques qui y sont attachés.

Conclusion

Au-delà de la baisse de leurs taux directeurs, la Federal Reserve et l'Eurosystème ont tous deux réagi à la crise financière en adoptant de nombreuses mesures de politique monétaire non conventionnelles. Depuis l'émergence des

premières tensions sur les marchés monétaires jusqu'aux mois qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers, les deux banques centrales ont largement été confrontées aux mêmes défis, à savoir maintenir la stabilité financière, préserver la bonne transmission de la politique monétaire, relancer l'activité économique et assurer la stabilité des prix. Si chacune a révisé le cadre opérationnel de sa politique monétaire, le cadre initial de politique monétaire restreint et la prépondérance du secteur financier non bancaire dans le financement de l'économie aux États-Unis se sont traduites par des innovations plus substantielles dans le chef de la Federal Reserve.

Depuis le début de 2010, les défis ont toutefois nettement divergé et ont suscité des réponses plus spécifiques. Afin de relancer la croissance et de réduire les risques de déflation dans un contexte de taux plancher, la Federal Reserve a par exemple procédé à des achats massifs de bons du Trésor, dans le but de faire pression sur les taux à long terme, et a développé sa communication pour influencer les anticipations. De son côté, pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire sur fond de crise de la dette publique, l'Eurosystème a lancé son Programme pour les marchés de titres. Face à l'amélioration de la situation économique et aux risques haussiers pesant sur la stabilité des prix au début de 2011, il a relevé ses taux directeurs, avant de les réduire à nouveau à la fin de l'année, à la suite d'une exacerbation des tensions sur les marchés de la dette souveraine et d'une détérioration des perspectives macroéconomiques. Afin de prévenir un rationnement du crédit, il a par ailleurs pris des mesures de politique monétaire non conventionnelles additionnelles.

Les actions menées par les banques centrales au cours des dernières années ont largement permis d'éviter l'effondrement du système financier et de relancer l'activité économique. Elles présentent toutefois à leur tour leur lot de défis et de risques. Si l'actuel niveau élevé de l'excès de liquidités ne menace pas directement la stabilité des prix, la conduite d'une politique monétaire accommodante durant une longue période peut s'accompagner de nombreux effets pervers. Il y a lieu de rester conscient des limites de la politique monétaire, qui ne se substitue ni à la levée de capital ni à la conduite de politiques budgétaires et structurelles saines. Si la crise impose de repenser la conduite de la politique macroéconomique, dans une situation de dette publique élevée il est par ailleurs essentiel que les principes qui fondent la crédibilité des banques centrales soient préservés.

(1) Cf. BIS (2010).

(2) Cf. Hannoun (2012).

Bibliographie

Ball L. (2012), *Ben Bernanke and the zero bound*, NBER Working Paper 17836, February.

Bernanke B. S. et V. R. Reinhart (2004), « Conducting monetary policy at very low short-term interest rates », *The American Economic Review*, 94 (2), 85-90, May.

BIS (2010), *Low interest rates: Do the risks outweigh the rewards*, Annual report 2009/10, June.

BIS (2011), *The economic effects of central bank bond purchase programmes*, note for the meeting of Governors on 9 January 2012, mimeo.

Blanchard O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF staff position note, 12 February.

Borio C. et P. Disyatat (2009), *Unconventional monetary policies: An appraisal*, BIS Working Paper 292.

Boeckx J. et H. Dewachter (2012), « Contagion in euro area sovereign bond markets », *Bank- en Financiewezen, sovereign debt crisis issue*, forthcoming.

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

Cecioni M., G. Ferrero et A. Secchi (2011), *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Banca d'Italia, Occasional papers 102, Septembre.

Chailloux et al. (2008), *Central bank collateral frameworks: Principles and policies*, IMF Working Paper WP/08/222.

Chung H., J.-P. Laforge, D. Reifschneider et J. Williams (2011), *Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 3.

D'Amico S. et T. King (2010), *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases*, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, 52.

De Grauwe P. (2011), *The European Central Bank as a lender of last resort* (www.voxeu.org)

Draghi M. (2012), *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement, 25 April.

Evans C.L. (2012), *Monetary policy communication and forward guidance*, speech at the International Research Forum on Monetary Policy Seventh Conference, Frankfurt, March.

FOMC (2012), *press release following the FOMC-meeting*, (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>).

Gagnon J., M. Raskin, J. Remache et B. Sack (2010), *Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work?*, FRBNY Staff Report 441.

Hannoun H. (2012), *Monetary policy in the crisis: Testing the limits of monetary policy*, speech at the 47th SEACEN Governors' Conference, Seoul, February.

Hempell H. S. et C. Kok Sørensen (2010), *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area: Crisis induced crunching?*, ECB, Working Paper 1262.

- Lenza M., H. Pill et L. Reichlin, (2010), *Monetary policy in exceptional times*, ECB Working Paper 1253.
- McCauley R. et K. Ueda (2009), « Government debt management at low interest rates », *BIS Quarterly Review*, June.
- Meaning J. et F. Zhu (2011), « The impact of recent central bank asset purchase programmes », *BIS Quarterly Review*, 73-83, December.
- Noyer C. (2012), « L'activité de banque centrale dans un contexte de dette publique élevée », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, 16(4), 9-13.
- Plosser Ch. I. (2012), *Fiscal policy and monetary policy: Restoring the boundaries*, speech at the US Monetary Policy Forum, sponsored by The Initiative on Global Markets, University of Chicago Booth School of Business, New York City, 24 february.
- Schwartz A. J. (2009), *Boundaries between the Fed and the Treasury*, National Bureau of Economic Research, (http://www.cmc.edu/somc/anne_schwartz_042009.pdf).
- Shiratsuka S. (2010), *Size and composition of the central bank balance sheet: Revisiting Japan's experience of the quantitative easing experience*, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 42.
- Stone M., K. Fujita et K. Ishi (2011), *Should unconventional balance sheet policies be added to the central bank toolkit? A review of the experiences so far*, IMF, Working Paper 145.
- Svensson L. E. O. (1999), « Inflation targeting: Some extensions », *Scandinavian Journal of Economics*, 101(3), 337-361, September.
- Taylor J. (1993), « Discretion versus policy rules in practice », *Carnegie Rochester Conference Series on public Policy*, 39, 195-214.
- Williams J.C. (2011), « Unconventional monetary policy: Lessons from the past three years », *FRBSF Economic Letter* 31, 3 October.

La réforme de la loi de financement des communautés et régions

P. Bisciari
L. Van Meensel^(*)

Introduction

Le 10 octobre 2011, huit partis disposant d'une majorité spéciale au Parlement fédéral ont conclu un accord sur la sixième réforme de l'État belge⁽¹⁾. D'un point de vue économique et budgétaire, les deux aspects les plus importants de cette réforme sont les transferts de nouvelles compétences du niveau fédéral vers les communautés et régions, d'une part, et la révision de la loi spéciale du 16 janvier 1989 relative au financement des communautés et des régions, qui a été modifiée à plusieurs reprises depuis lors, d'autre part.

Comme lors des précédentes phases de réforme de l'État – en 1970, 1980, 1988/89, 1993 et 2001 –, des compétences sont transférées du niveau fédéral vers les entités fédérées. Dans la structure fédérale belge, les Régions wallonne, flamande et de Bruxelles-Capitale, qui sont des entités délimitées territorialement, exercent déjà leurs compétences, entre autres, dans les domaines de l'aménagement du territoire, du logement, de l'environnement, des travaux publics, de la tutelle sur les pouvoirs locaux et du financement général des pouvoirs locaux, de même que dans certains aspects de la politique en matière d'agriculture, d'énergie, de transport, d'emploi et d'économie. Les Communautés française, flamande et germanophone sont principalement compétentes pour les matières liées aux personnes, comme l'enseignement, la culture et certains aspects de l'aide aux personnes et de la politique de la santé. Dans la région bilingue de Bruxelles-Capitale, certaines compétences communautaires sont exercées par les Communautés française et flamande, et d'autres par les Commissions communautaires commune (Cocom), française (Cocof) et flamande. En Flandre, les institutions communautaire et régionale ont fusionné.

L'accord sur la révision de la loi de financement porte, le plus souvent, sur les principes et sur les mécanismes. Les montants de référence pour les transferts de compétences et pour leurs paramètres d'évolution n'ont pas encore été fixés définitivement. Les chiffres n'étant pas figés, une certaine prudence est de mise en ce qui concerne ceux qui sont avancés dans le présent article.

Compte tenu du processus législatif d'adoption des textes mettant en œuvre la sixième réforme de l'État, la nouvelle loi de financement et les transferts de compétences ne devraient vraisemblablement entrer en vigueur qu'en 2014. Un certain nombre de mécanismes seraient toutefois déjà appliqués avant cette date. Tel devrait être le cas, dès 2012, du refinancement des institutions bruxelloises et du mécanisme de responsabilisation en matière de pensions.

L'article est structuré de la façon suivante. La première section met en exergue certains éléments-clés du cadre macroéconomique et démographique de référence, en accordant une importance particulière aux évolutions dans les trois régions du pays. La deuxième rappelle les principaux mécanismes de l'actuelle loi de financement et présente les résultats d'une projection des principales recettes des communautés et régions à politique inchangée. La troisième passe en revue les transferts de compétences. La quatrième expose les changements qui seront apportés à la loi de financement. Enfin, quelques considérations finales sont formulées.

(*) Avec le concours de K. Van Cauter.

(1) Une majorité spéciale est requise pour adopter des lois de réformes institutionnelles. Elle implique une majorité des deux tiers à la Chambre des représentants et au Sénat, ainsi qu'une majorité simple au sein de chaque groupe linguistique (francophone et néerlandophone).

1. Perspectives démographiques et macroéconomiques par région

Les négociations politiques sur la réforme de la loi de financement se sont déroulées avec l'assistance technique du Bureau fédéral du plan et de la Banque. Les simulations des variantes institutionnelles ont été effectuées sur la base d'un cadre démographique et macroéconomique cohérent pour les trois régions et pour l'ensemble du pays jusqu'en 2030. Elles se fondent sur les perspectives économiques à moyen terme publiées par le Bureau fédéral du plan en mai 2011.

Ce cadre démographique et macroéconomique détermine l'évolution attendue des recettes transférées du pouvoir fédéral vers les communautés et régions selon la loi de financement actuelle. Il constitue également un important élément contextuel des négociations institutionnelles, qu'il s'agisse de réviser les mécanismes de la loi du 16 janvier 1989 ou d'organiser le financement de transferts de nouvelles compétences couvrant des domaines aussi divers que les allocations familiales, l'aide et les soins de santé aux personnes âgées ou les dispositifs en matière d'emploi.

1.1 Démographie

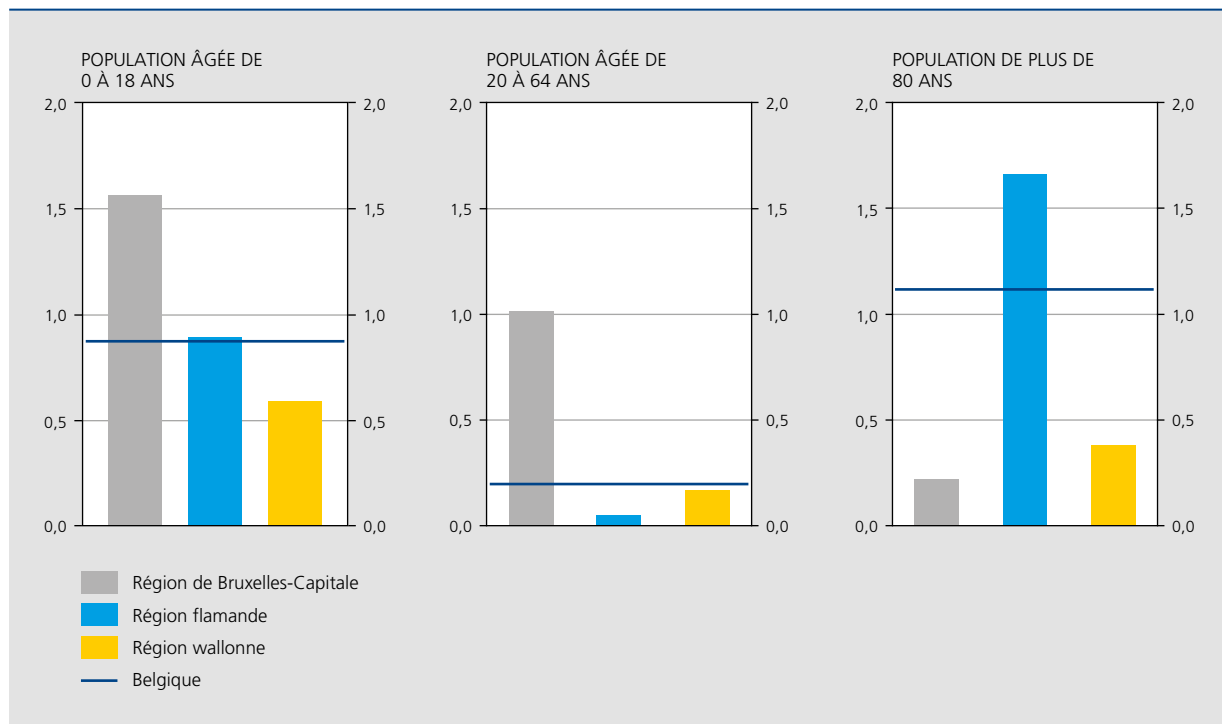
Selon les perspectives démographiques, la population en Belgique devrait passer de 11,1 millions d'habitants en 2012 à 12,1 millions en 2025, soit une croissance moyenne sur la période considérée d'environ 0,8% par an. L'augmentation de la population serait la plus vive dans la Région de Bruxelles-Capitale. Elle serait un peu plus sensible en Région flamande qu'en Région wallonne.

Au cours de la période 2012-2025, la population âgée de 0 à 18 ans devrait croître à un rythme très soutenu dans la Région de Bruxelles-Capitale; celui-ci serait quasi deux fois plus rapide qu'en Région flamande et presque trois fois plus élevé qu'en Région wallonne. La dynamique de la population de cette première région passerait donc principalement par les naissances.

La population âgée de 20 à 64 ans, qui reflète la population en âge de travailler, accuserait une hausse limitée dans l'ensemble du pays, de l'ordre de 0,2% par an sur l'ensemble de la période. Ici aussi, les évolutions divergent d'une région à l'autre. La population en âge de travailler stagnerait en Région flamande. En Région wallonne, elle augmenterait à un rythme légèrement inférieur à cette

GRAPHIQUE 1 PERSPECTIVES DÉMOGRAPHIQUES

(pourcentages de variation annuelle moyenne au cours de la période 2012-2025)



Source : BFP.

faible moyenne nationale. La Région de Bruxelles-Capitale ferait en revanche figure d'exception, avec une progression de la population en âge de travailler d'environ 1 % par an en moyenne. Ceci conforte l'image d'une population jeune et dynamique dans cette région.

Compte tenu des hypothèses en termes d'espérance de vie, le nombre de personnes de plus de 80 ans devrait grimper de manière considérable en Belgique d'ici 2025. Le taux de croissance moyen de cette tranche d'âge est estimé à 1,1 %, soit davantage que pour les deux autres catégories d'âge considérées ici. Cette progression est répartie très inégalement entre les régions. Elle est avant tout tirée par la Région flamande, où le nombre de personnes fort âgées augmenterait en moyenne de quelque 1,7 % par an d'ici 2025. Dans les deux autres régions, la hausse serait inférieure à 0,5 %. L'évolution plus marquée en Région flamande résulte à la fois d'une natalité qui était plus soutenue dans le passé et d'une espérance de vie plus élevée.

1.2 Marché du travail

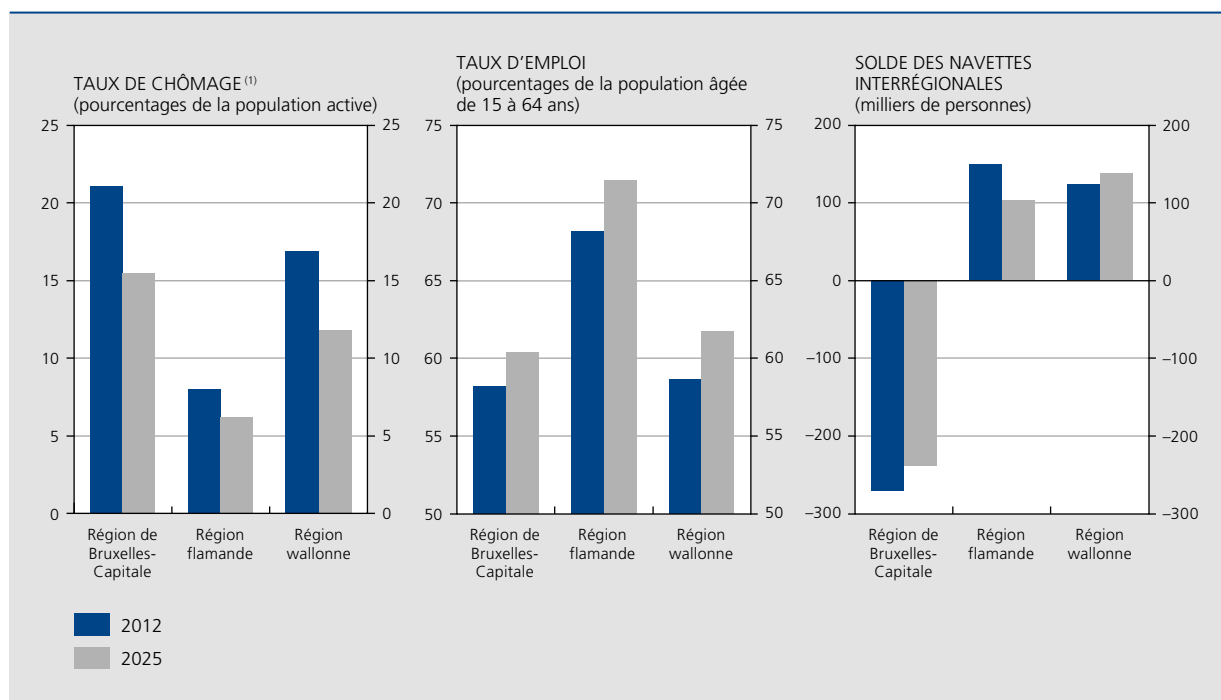
Entre 2012 et 2020, le taux de chômage reculerait d'un peu plus de 2 points de pourcentage dans chacune des régions. En 2020, il retomberait en Région flamande à un

plancher à 6,2 % suivant la définition large incluant les chômeurs âgés, et se maintiendrait par la suite à ce bas niveau jugé incompressible. Dans les deux autres régions, le taux de chômage poursuivrait son recul au-delà de 2020. Le taux de chômage devrait ainsi baisser bien davantage en Région wallonne et dans la Région de Bruxelles-Capitale qu'en Région flamande, tout en y demeurant à des niveaux nettement plus élevés, représentant en 2025, respectivement, 11,8 et 15,5 % de la population active.

Le taux d'emploi progresserait dans les trois régions au cours de la période considérée, mais sa hausse serait plus vive en Région flamande (+3,3 points de pourcentage) et en Région wallonne (+3 points) que dans la Région de Bruxelles-Capitale (+2 points). Ce faisant, le taux d'emploi resterait bien plus élevé en Région flamande que dans les deux autres régions.

Le maintien de la dynamique de l'emploi en Région flamande requiert une modification significative dans les flux de navetteurs avec les autres régions. En 2012, la différence entre le nombre de personnes venant travailler dans la Région de Bruxelles-Capitale tout en habitant en Région flamande ou wallonne et le nombre de personnes résidant dans la Région de Bruxelles-Capitale et travaillant dans l'une des deux autres régions du pays

GRAPHIQUE 2 PRINCIPALES VARIABLES DU MARCHÉ DU TRAVAIL



Source : BFP.

(1) Selon le concept administratif au sens large retenu par le Bureau fédéral du plan. Celui-ci reprend l'ensemble des personnes inscrites comme demandeurs d'emploi auprès des organismes régionaux de placement, ainsi que les chômeurs âgés non demandeurs d'emploi.

serait de 271 000 personnes. Parmi elles, en termes nets, 149 000 personnes seraient originaires de la Région flamande et 122 000 de la Région wallonne. Dans le scénario macroéconomique de référence, ce flux net de navetteurs vers la Région de Bruxelles-Capitale devrait revenir à 239 000 personnes à l'horizon 2025. Cette diminution s'explique, notamment, par une hausse du nombre de navetteurs bruxellois trouvant du travail en Région flamande. Au cours de la même période, de plus en plus de Wallons devraient aussi être embauchés en Région flamande. En conséquence, le nombre de navetteurs nets venant de la Région flamande reculerait à 102 000.

1.3 PIB en volume

Dans le scénario macroéconomique de référence, le taux de croissance annuel moyen du PIB en volume s'établit à 1,9% sur la période 2012-2025. Par rapport à la moyenne nationale, le taux de croissance au cours de cette période serait plus faible de 0,1 point de pourcentage dans la Région de Bruxelles-Capitale et en Région wallonne, tandis qu'il serait marginalement plus élevé en Région flamande. La croissance économique plus vive dans cette dernière région, plus visible en fin de période, découle, pour l'essentiel, d'une dynamique de l'emploi plus soutenue.

1.4 Impôt des personnes physiques

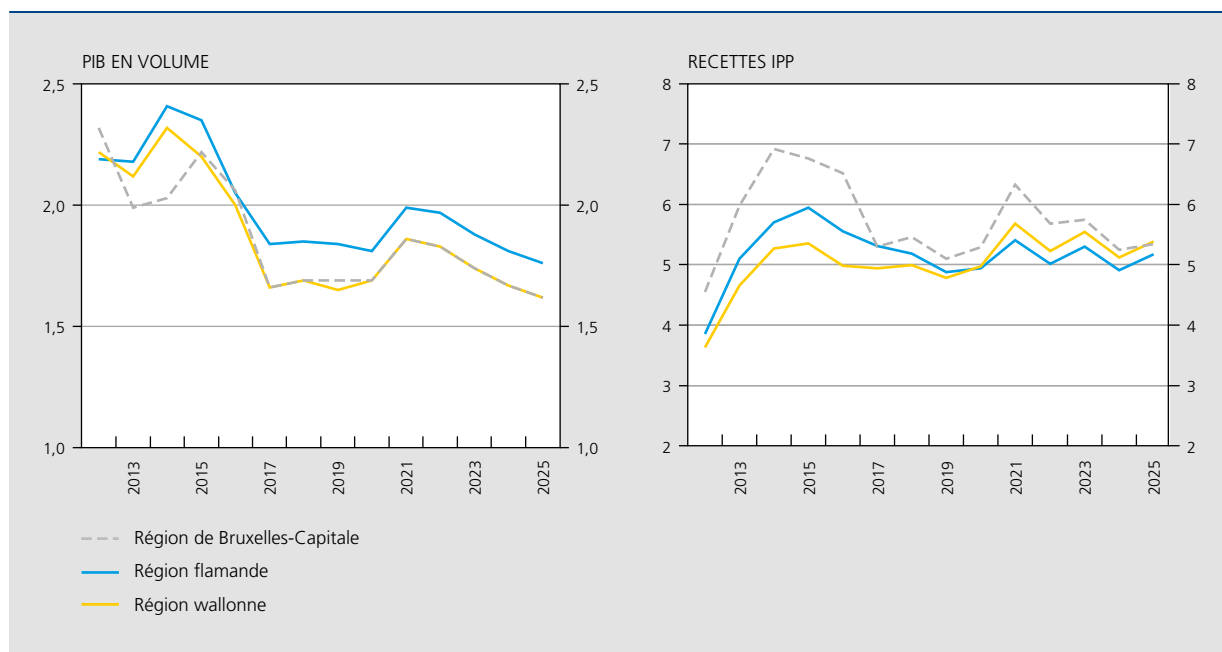
Au cours de la période 2012-2025, à politique inchangée, et donc à législation fiscale inchangée, les recettes de l'impôt des personnes physiques (IPP) tendent à progresser plus vite que le PIB, et ce pour deux raisons.

D'une part, le produit de l'IPP s'accroît à un rythme plus rapide que la base imposable, en raison de la progressivité de l'impôt – les taux d'imposition s'alourdissent en passant d'une tranche barémique à l'autre – et du fait que certaines réductions d'impôt et la quotité exemptée d'impôt augmentent moins vite que la base imposable.

D'autre part, la base imposable s'élargit plus vite que le PIB car, contrairement à ce dernier, elle comprend les pensions – il s'agit de transferts en comptabilité nationale –, et ces revenus s'inscrivent à la hausse à la suite du vieillissement démographique.

Ce n'est pas dans la région où la croissance économique serait la plus vigoureuse, à savoir la Région flamande, que les recettes de l'IPP évolueraient le plus vite. Entre 2020 et 2025, cette région est même celle où le produit de l'IPP augmenterait le moins, alors même que la croissance de l'activité y serait la plus élevée. Cette situation s'explique par les modifications substantielles apportées au niveau

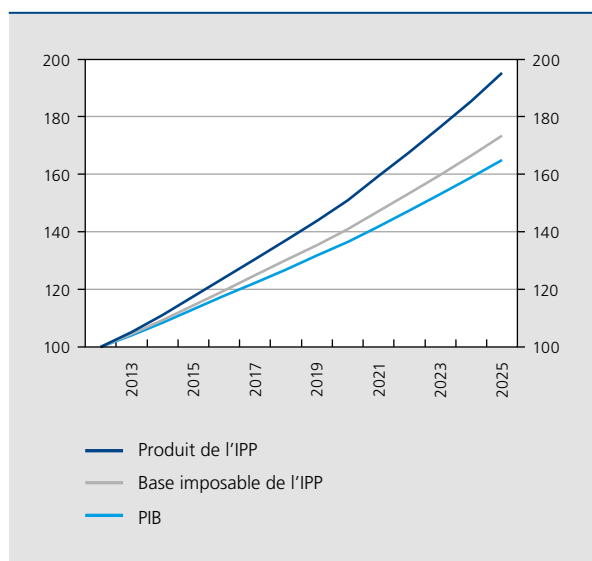
GRAPHIQUE 3 SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE DE RÉFÉRENCE
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Source : BFP.

GRAPHIQUE 4 PRODUIT DE L'IPP ET BASE IMPOSABLE DE L'IPP PAR RAPPORT AU PIB

(projections à législation inchangée pour la Belgique, indices 2012 = 100, en termes nominaux)



Sources : BFP, BNB.

des flux de navetteurs. En effet, le PIB est calculé sur la base du lieu de production, et donc de travail, tandis que les recettes de l'IPP sont calculées en fonction du lieu de domicile. Le surcroît de navetteurs wallons et bruxellois vers la Région flamande contribuerait, dans un même mouvement, à une dynamique de croissance et d'emploi plus soutenue en Région flamande et à une progression plus rapide du produit de l'IPP en Région wallonne et dans la Région de Bruxelles-Capitale.

2. Analyse de l'actuelle loi de financement

2.1 Principaux mécanismes de la loi de financement

Le mode de financement actuel des communautés et régions est en vigueur depuis 2002. En effet, la loi spéciale du 13 juillet 2001 portant refinancement des communautés et extension des compétences fiscales des régions, qui avait mis en œuvre l'accord du Lambermont, a profondément modifié le calcul des enveloppes budgétaires dont disposent les entités fédérées.

Les recettes des communautés et des régions se composent, principalement, d'une partie des recettes de l'IPP et de la TVA, qui leur sont cédées par le pouvoir fédéral selon des paramètres définis dans la loi de financement.

Par ailleurs, les régions peuvent compter sur des recettes fiscales propres. Enfin, les entités fédérées bénéficient d'autres dotations provenant du pouvoir fédéral, ainsi que du produit de la vente de biens et de services et d'autres recettes diverses.

MOYENS ATTRIBUÉS AU TITRE DE L'IMPÔT DES PERSONNES PHYSIQUES

Les moyens issus de l'IPP attribués aux communautés et aux régions sont liés à l'inflation, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national, et à l'évolution du PIB à prix constants. Le montant ainsi obtenu est réparti entre les entités sur la base du produit de l'IPP collecté sur chaque territoire. S'agissant de la détermination de la clé de répartition entre les communautés, l'IPP perçu dans la Région de Bruxelles-Capitale est attribué à concurrence de 80 % à la Communauté française et de 20 % à la Communauté flamande.

Les montants versés aux régions au titre de l'IPP sont diminués d'un terme dit négatif, à titre de compensation des impôts régionaux supplémentaires octroyés depuis 2002 en vertu de l'accord du Lambermont. L'évolution de ce terme négatif dépend de l'inflation et, à hauteur de 91 %, de la croissance du PIB, à l'exception de la partie relative à la redevance radio-télévision qui a été transférée des communautés aux régions. Cette partie du terme négatif ainsi que la dotation compensatoire que les communautés reçoivent sont adaptées à l'inflation.

Par ailleurs, une intervention de solidarité nationale est accordée aux régions dont le produit de l'IPP par habitant est inférieur au produit de l'IPP par habitant dans l'ensemble du pays. Cette intervention de solidarité constitue une partie de l'IPP transféré par le pouvoir fédéral.

Au titre des moyens issus de l'IPP, il convient, enfin, de mentionner deux transferts plus modestes effectués depuis la mise en œuvre de l'accord du Lambermont, le premier en faveur des commissions communautaires française et flamande, et le second au bénéfice des communes de la Région de Bruxelles-Capitale par l'intermédiaire de cette Région.

MOYENS ATTRIBUÉS AU TITRE DE LA TVA

Aux débuts de la loi spéciale de financement du 16 janvier 1989, les recettes issues de la TVA attribuées aux communautés correspondaient aux crédits budgétaires destinés à l'enseignement. Il n'y a, depuis lors, plus de lien explicite entre ces deux éléments, dans la mesure où les communautés peuvent décider en toute autonomie de l'ensemble de leurs recettes. Initialement,

conformément à la loi de financement, ces moyens étaient adaptés uniquement à l'indice des prix à la consommation national et à 80 % de la variation du nombre de personnes de moins de 18 ans vivant dans la communauté où le nombre de jeunes avait le plus augmenté ou le moins baissé par rapport à 1988. À cet égard, le nombre de jeunes de moins de 18 ans dans la Région de Bruxelles-Capitale est imputé à concurrence de 80 % à la Communauté française et de 20 % à la Communauté flamande. L'accord du Lambermont a accru les recettes attribuées de la TVA de façon considérable par le biais de l'octroi de hausses forfaitaires de 198 millions d'euros en 2002, de 149 millions en 2003 et en 2004, de 372 millions en 2005, de 124 millions en 2006 et de 25 millions pour la période comprise entre 2007 et 2011. Par ailleurs, à partir de 2007, le montant total de la dotation TVA a été lié à la croissance réelle du PIB à prix constants à concurrence de 91 %.

En ce qui concerne le partage des recettes de la TVA, la loi de financement envisageait, au début, le passage progressif de la répartition des crédits réservés à l'enseignement en vigueur en 1988 à une affectation fondée sur le nombre d'élèves en 1987. Lors de l'accord de la Saint-Éloi du 1^{er} décembre 1999, il a été décidé d'effectuer la répartition, à partir de l'année 2000, sur la base d'un comptage annuel des élèves. L'accord du Lambermont a toutefois mis fin à l'utilisation du nombre d'élèves comme unique clé de répartition de la dotation TVA et accorde une importance grandissante au produit de l'IPP dans chaque communauté. Concrètement, le partage des moyens supplémentaires prévus dans l'accord du Lambermont – et donc pas de l'enveloppe initialement prévue dans la loi de financement de 1989 – s'est fondé, en 2002, pour 65 % sur le nombre d'élèves et pour 35 % sur les recettes de l'IPP. Ce dernier pourcentage a graduellement augmenté, pour atteindre 100 % en 2012.

RECETTES FISCALES PROPRES

Les moyens dont disposent les régions proviennent également de l'autonomie fiscale dont elles jouissent. Les recettes fiscales propres des régions consistent surtout en impôts régionaux et en taxes régionales. Les impôts régionaux sont des impôts qui étaient auparavant exclusivement fédéraux et qui ont ensuite été régionalisés, en tout ou en partie, par le biais de la loi de financement et des révisions successives de celle-ci. Concrètement, il s'agit des droits de succession, des droits de donation, de certains droits d'enregistrement, de la taxe de circulation, de la taxe de mise en circulation, de l'eurovignette, du précompte immobilier, de la redevance radiotélévision et de trois taxes de moindre ampleur, à savoir la taxe sur les appareils automatiques de divertissement, la taxe sur les jeux et paris et la taxe d'ouverture des débits de boissons.

Les taxes régionales sont des impôts ou redevances perçus par les régions sur des matières relevant de leurs compétences, notamment l'eau et les déchets.

L'accord du Lambermont a aussi élargi l'autonomie fiscale des régions en matière d'IPP. Ces dernières peuvent, depuis 2004, lever des centimes additionnels ou accorder des réductions d'impôt jusqu'à 6,75 % du produit de l'IPP localisé dans la région. En pratique, aucune région n'a prélevé de ressources supplémentaires par ce biais. En revanche, la Région flamande a, dans un passé récent, fait usage de la possibilité de réduire les impôts, notamment par le biais du « jobkorting ».

Les communautés n'ont quasi pas de recettes fiscales propres car elles n'ont pas de territoire exclusif et, partant, pas de pouvoir fiscal.

AUTRES DOTATIONS EN PROVENANCE DE L'ÉTAT FÉDÉRAL

En dehors des recettes attribuées de la TVA et de l'IPP, le pouvoir fédéral finance aussi les communautés et régions sur la base de diverses dotations ayant des normes d'évolution et des clés de répartition particulières. La Communauté germanophone est financée, avant tout, par une dotation fédérale. Les deux autres communautés du pays bénéficient, quant à elles, de deux autres dotations fédérales, l'une pour le financement des étudiants étrangers et l'autre pour la coopération interuniversitaire. Les trois régions perçoivent des droits de tirage pour le financement des programmes de remise au travail des chômeurs. La Région de Bruxelles-Capitale se voit octroyer deux dotations supplémentaires, l'une au titre de la mainmorte, l'autre, dénommée Beliris, pour la réalisation d'investissements publics. La Commission communautaire commune reçoit également une dotation du pouvoir fédéral.

2.2 Évolution attendue des recettes des communautés et régions

Dans un premier temps, l'on présente un aperçu général de l'évolution attendue des recettes des communautés et régions à cadre institutionnel inchangé. Ensuite, deux mécanismes de financement font l'objet d'un commentaire plus approfondi, dans la mesure où l'accord sur la réforme de l'État prévoit d'en adapter les modalités. Il s'agit, d'une part, des recettes attribuées de la TVA et, d'autre part, de l'intervention de solidarité nationale.

2.2.1 Vue d'ensemble

Dans le cadre de la loi de financement actuelle, compte tenu du cadre démographique et du scénario

macroéconomique de référence, les principales recettes des entités fédérées – les trois communautés, les trois régions et les trois commissions communautaires – s'accroîtraient d'environ 0,2 point de pourcentage du PIB entre 2012 et 2025.

Les moyens de la Communauté flamande gonfleraient régulièrement en pourcentage du PIB. Cette hausse découlerait de la partie Communauté et, principalement, du fait que les moyens issus de la TVA évoluent non seulement avec l'inflation et la croissance économique réelle, mais aussi avec la démographie. Or, la population des moins de 18 ans est censée croître à l'horizon 2025. En outre, les ressources supplémentaires accordées au titre de l'accord du Lambermont, répartis sur la base de la clé de l'IPP, plus favorable à la Communauté flamande que la clé des élèves, occuperont une part croissante des moyens issus de la TVA (cf. point 2.2.2.). Le facteur démographique influence aussi positivement les moyens TVA de la Communauté française, mais celle-ci subit l'incidence grandissante de la clé de l'IPP, qui lui est moins profitable que la clé des élèves. En conséquence, les ressources de la Communauté française augmenteraient bien plus lentement que celles de la Communauté flamande.

En pourcentage du PIB, les moyens de la Région wallonne devraient s'éroder de manière continue, tandis que ceux des Régions flamande et de Bruxelles-Capitale stagneraient. Plusieurs facteurs expliquent ces divergences. Tout d'abord, les recettes fiscales propres et les dotations fédérales autres que les recettes attribuées de l'IPP évolueraient, dans les trois régions, moins vite que le PIB, en

raison, selon le cas, des paramètres de la loi de financement ou des hypothèses sous-jacentes. En sens inverse, il y a l'effet du terme négatif. Dans la mesure où le montant initial de l'IPP cédé est lié à la croissance réelle du PIB et à l'inflation et où le terme négatif, qui vient en déduction de ce montant initial, croît plus lentement que le PIB, le montant accordé en définitive aux régions augmente plus rapidement que le PIB. Enfin, deux autres aspects liés aux recettes attribuées de l'IPP vont dans le sens d'une érosion des recettes cédées à la Région wallonne qui est plus marquée que celles cédées à la Région de Bruxelles-Capitale. D'une part, le montant de base de l'intervention de solidarité n'étant qu'indexé, le poids de celle-ci dans le PIB diminue au fil des années dans ces deux régions, mais la baisse attendue devrait être freinée en Région de Bruxelles-Capitale par la vive dynamique de la population. D'autre part, la clé de l'IPP devrait évoluer au détriment de la Région wallonne et au bénéfice, principalement, de la Région de Bruxelles-Capitale.

Les moyens octroyés aux commissions communautaires considérées dans leur ensemble ainsi qu'à la Communauté germanophone, qui sont d'une ampleur relativement limitée, évolueraient en phase avec le PIB à l'horizon 2025.

2.2.2 Recettes attribuées de la TVA

Jusqu'en 2001, les recettes de la TVA attribuées aux communautés, réparties suivant la clé des élèves, étaient uniquement adaptées en fonction de l'inflation et du nombre de jeunes de moins de 18 ans. En conséquence, le rapport

TABLEAU 1 PRINCIPALES RECETTES DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS⁽¹⁾
(scénario de référence, pourcentages du PIB)

	2012	2015	2020	2025	Variation 2012-2025
Communauté flamande	6,55	6,62	6,73	6,78	0,23
Communauté	3,49	3,55	3,65	3,72	0,23
Région	3,06	3,08	3,08	3,06	0,00
Communauté française	2,33	2,34	2,34	2,35	0,02
Région wallonne	1,68	1,67	1,65	1,63	-0,05
Région de Bruxelles-Capitale	0,66	0,66	0,66	0,65	-0,01
Communauté germanophone	0,04	0,04	0,04	0,04	0,00
Commissions communautaires	0,02	0,02	0,02	0,02	0,00
Total	11,27	11,36	11,44	11,46	0,19

Sources: BFP, budgets des voies et moyens, ICN, BNB.

(1) Il s'agit des moyens IPP et TVA transférés (à l'exclusion des soldes de décompte), des recettes fiscales propres (impôts régionaux et certaines taxes régionales) et de plusieurs autres dotations fédérales.

entre cette dotation TVA et le PIB était censé diminuer de manière continue: entre 1990 et 2000, il avait reculé de 4,5 à 3,7 % du PIB.

À partir de 2002, à la suite de l'accord du Lambermont, des moyens supplémentaires issus de la TVA ont été octroyés aux communautés, avec notamment, une liaison, dès 2007, de l'ensemble de la dotation TVA – ancienne dotation TVA de base et moyens supplémentaires – à l'évolution du PIB en volume, à concurrence de 91 %. Le principal facteur susceptible d'affecter le rapport entre cette dotation et le PIB est dès lors la démographie. À l'époque, compte tenu de l'anticipation d'une légère dénatalité, une quasi-stagnation des moyens transférés aux communautés et régions en pourcentage du PIB était attendue à la suite de ce refinancement. Sur la base des perspectives démographiques les plus récentes, impliquant une natalité soutenue jusqu'en 2025, la dotation TVA pourrait évoluer à un rythme un peu plus rapide que le PIB, passant, entre 2012 et 2025, de quelque 3,8 à environ 4,2 % du PIB.

L'accord du Lambermont a accordé une importance grandissante au produit de l'IPP dans chaque communauté comme clé de répartition. En effet, l'ancienne dotation TVA de base n'est adaptée qu'en fonction de l'inflation et de la population de moins de 18 ans et, partant, voit son poids s'éroder en pourcentage du PIB, tandis que

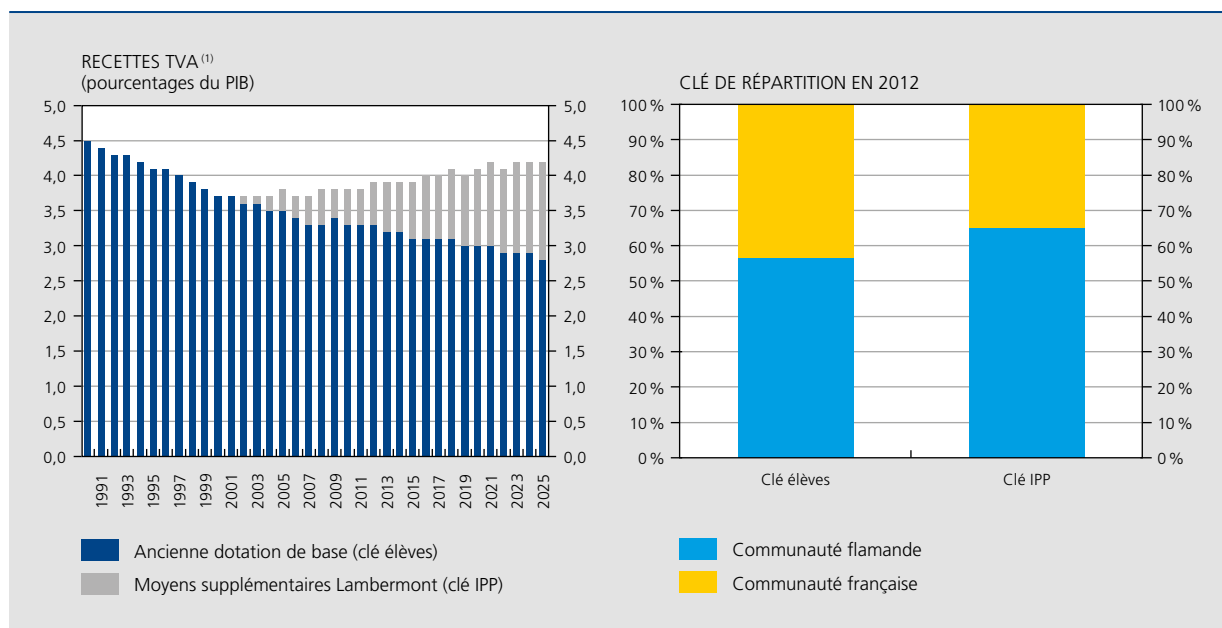
les moyens supplémentaires issus de la TVA, qui sont répartis selon la clé de l'IPP, évoluent nettement plus vite que le PIB, d'où l'appellation « turbo Lambermont ». Ces divergences ne sont pas dénuées de conséquences sur le partage des moyens entre les communautés, dans la mesure où la clé de l'IPP est beaucoup plus favorable à la Communauté flamande que la clé des élèves. Ainsi, en 2012, selon la projection de référence, la clé de l'IPP octroierait 65,2 % à la Communauté flamande et 34,8 % à la Communauté française, et la clé des élèves 56,6 % à la Communauté flamande et 43,4 % à la Communauté française.

2.2.3 Intervention de solidarité nationale

L'intervention de solidarité est un transfert du pouvoir fédéral vers les régions dont la différence de niveau entre le produit de l'IPP par habitant et cette même variable pour l'ensemble du pays est négative. Le montant de base de cette intervention s'élevait, en 1988, à 11,60 euros par habitant et par point de pourcentage de différence entre la région et la moyenne nationale en ce qui concerne le produit de l'IPP par habitant. Ce montant est indexé chaque année.

La Région flamande n'a jamais bénéficié d'interventions de solidarité puisque le produit de l'IPP par habitant y a toujours été supérieur à la moyenne nationale.

GRAPHIQUE 5 MOYENS ISSUS DE LA TVA ATTRIBUÉS AUX COMMUNAUTÉS



Sources : BFP, budgets des voies et moyens, BNB.
(1) Hors soldes de décompte.

À l'inverse, la Région wallonne a reçu une intervention de solidarité chaque année. L'écart négatif au niveau du produit de l'IPP par habitant par rapport à la moyenne nationale, qui s'élevait déjà à près de 10 % en 1990, s'est encore élargi et a fluctué entre 10 et 15 % sur l'ensemble de la période. En 2012, il serait d'environ 12 %.

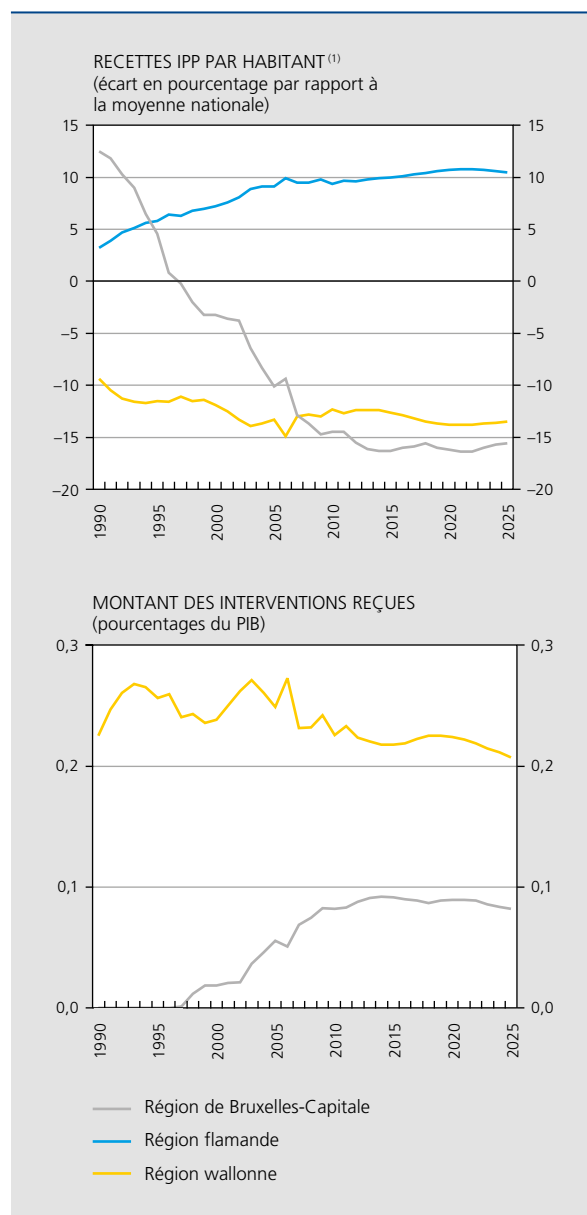
Dans la Région de Bruxelles-Capitale, l'IPP par habitant a fortement reculé en termes relatifs. Alors que le niveau des recettes de l'IPP par habitant y était encore supérieur de 12 % à la moyenne du pays en 1990, cet écart positif s'est contracté de manière continue, se muant en un écart négatif. Celui-ci s'est ensuite creusé jusqu'à dépasser 15 % en 2012. Dès lors, la Région de Bruxelles-Capitale peut prétendre à une intervention de solidarité depuis 1997, et le montant de celle-ci a crû rapidement en raison, aussi, de la croissance de la population particulièrement vive dans cette région.

La hausse du rapport entre l'intervention de solidarité et le PIB découle par conséquent surtout de l'ajout de la Région de Bruxelles-Capitale en tant que bénéficiaire et de l'augmentation rapide du montant versé à cette région.

À l'avenir, selon le scénario de référence, les écarts négatifs d'IPP par habitant par rapport à la moyenne nationale pourraient croître encore quelque peu tant en Région wallonne que dans la Région de Bruxelles-Capitale. Les interventions de solidarité versées à chacune de ces deux régions devraient toutefois diminuer en pourcentage du PIB car ces interventions ne sont pas liées à l'activité économique en volume.

Le mécanisme de l'intervention de solidarité a été critiqué, entre autres dans le monde académique⁽¹⁾. Un effet qualifié de pervers en est le fait qu'une amélioration de la situation économique relative dans une région qui bénéficie de cette intervention risque d'entraîner une diminution de ses recettes. En effet, la perte de recettes au titre de l'intervention de solidarité serait, pour elle, plus importante que les effets positifs d'une meilleure clé de partage des moyens issus de l'IPP. Ce raisonnement n'est toutefois vrai qu'en ne considérant que ces deux éléments des finances régionales, à l'exclusion d'autres recettes régionales, des finances communautaires, dont une partie des dotations est aussi répartie en fonction du produit de l'IPP, et des finances communales, largement tributaires des additionnels à l'IPP. En outre, même en limitant la comparaison aux seules finances régionales, l'effet pervers finirait par se dissiper au fil du temps, jusqu'à disparaître, car le montant initial des recettes de l'IPP attribuées aux régions évolue en phase avec le PIB, tandis que l'intervention de solidarité n'est qu'indexée et liée à la population.

GRAPHIQUE 6 INTERVENTION DE SOLIDARITÉ



Sources : BFP, budgets des voies et moyens, BNB.

(1) Le produit de l'IPP utilisé pour le calcul d'une année (t) correspond à celui observé lors de l'exercice d'imposition de l'année précédente et donc au produit de l'impôt dû sur le revenu perçu en t-2.

2.3 Motifs de la révision de la loi de financement

La révision de la loi de financement a figuré à l'ordre du jour de la réforme de l'État pour, principalement, deux raisons. D'une part, il convenait de préciser les mécanismes de financement des nouvelles compétences dévolues aux communautés et régions. D'autre part, diverses

(1) Cf. notamment Cattoir et Verdonck (2002), Algoet et Heremans (2008), Chaidron et al. (2009), Leibfritz (2009), Verdonck et al. (2009) et Heremans et al. (2010).

demandes, émanant de différents partis politiques de part et d'autre de la frontière linguistique, visaient à modifier certaines facettes de la loi de financement.

L'accord trouvé sur la loi de financement a respecté une balise qui avait été fixée dès l'été 2010 sous la forme d'un certain nombre de principes. L'objectif était d'accroître l'autonomie financière des entités fédérées, notamment en augmentant leurs recettes propres de manière significative. La plus grande autonomie fiscale souhaitée en matière d'IPP devait toutefois répondre à trois exigences, à savoir éviter une concurrence déloyale, maintenir la progressivité de cet impôt et maintenir les prérogatives fiscales du pouvoir fédéral en ce qui concerne la politique de redistribution interpersonnelle. Le renforcement de l'autonomie financière des entités fédérées devait aussi passer par l'élargissement de leur responsabilisation, liée à leurs compétences et à la politique qu'elles mènent.

D'autres principes visaient la recherche d'un accord équilibré. Il s'agissait ainsi, simultanément, de ne pas appauvrir structurellement une ou plusieurs entités fédérées, de garantir la viabilité à long terme de l'État fédéral et d'assurer la stabilisation financière des entités. Dans un contexte budgétaire global dégradé, un autre principe postulait de prendre en compte les efforts à accomplir par l'ensemble des entités en vue d'assainir les finances publiques.

Par ailleurs, certaines particularités de la loi de financement devaient être revues. La Région de Bruxelles-Capitale devait être refinancée en tenant compte des externalités, tels les flux de navettes interrégionales, ainsi que de la réalité sociologique et du rôle particulier de cette Région en tant que capitale du pays et de l'UE. Un mécanisme de solidarité devait être maintenu entre les entités, mais il devait être exonéré d'effets pervers. Enfin, dans la révision de la loi de financement, il était convenu de prendre en considération des critères de population et d'élèves. De manière implicite, il est par exemple fait référence au recours à des critères démographiques pour répartir les moyens affectés aux nouvelles compétences dévolues aux communautés et aux commissions communautaires. En outre, une importance accrue a été accordée au critère des élèves pour répartir les recettes attribuées de la TVA destinées à l'origine à financer la principale compétence des communautés, à savoir l'enseignement.

3. Transferts de compétences

La réforme de l'État implique un transfert supplémentaire de compétences assorties de moyens budgétaires de l'Entité I, qui regroupe le pouvoir fédéral et la sécurité sociale,

vers les communautés et régions. L'ordre de grandeur de ce transfert de nouvelles compétences peut être estimé, pour 2011, à quelque 16,2 milliards d'euros, soit 4,4 % du PIB. Les transferts ont davantage été destinés aux communautés – en ce compris les commissions communautaires pour ce qui a trait à Bruxelles – qu'aux régions.

La plus grande partie des moyens transférés aux communautés et aux commissions communautaires concernent les allocations familiales. Un montant substantiel est également prévu pour les soins de santé et l'aide aux personnes, en ce compris les soins de santé dispensés aux personnes âgées, essentiellement les structures d'accueil comme les maisons de repos, les maisons de repos et de soins et les hôpitaux gériatriques isolés, et l'allocation d'aide aux personnes âgées. Les autres dépenses de soins de santé et d'aide aux personnes comprennent l'infrastructure hospitalière, la santé mentale, la prévention et l'organisation des soins de santé de première ligne. La plupart de ces compétences sont des dépenses aujourd'hui

TABLEAU 2 TRANSFERTS DE COMPÉTENCES AUX COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS

	Montants ⁽¹⁾ (milliards d'euros)	Pourcentages du PIB
Aux communautés et commissions communautaires	10,2	2,8
Allocations familiales	5,9	1,6
Soins de santé et aide aux personnes	4,2	1,1
dont:		
Structures d'accueil pour personnes âgées	2,5	0,7
Allocations d'aide aux personnes âgées	0,5	0,1
Autres compétences	0,1	0,0
Aux régions	6,0	1,6
Marché du travail	3,8	1,0
dont:		
Réductions de recettes	1,3	0,3
Dépenses fiscales	1,9	0,5
Autres compétences	0,2	0,1
Total	16,2	4,4

Sources: accord sur la réforme de l'État, ICN, BNB.

(1) Il s'agit des montants mentionnés dans l'accord sur la réforme de l'État, à l'exclusion des droits de tirage pour le financement des programmes de remise au travail des chômeurs puisque ces droits faisaient déjà l'objet d'une dotation fédérale aux régions, tandis que les dépenses du Fonds de Participation ne sont pas reprises car, dans les comptes nationaux, ce Fonds ne relève pas du secteur des administrations publiques. La plupart des estimations ont trait à l'année 2011, mais selon la matière concernée, ces montants peuvent se rapporter à d'autres années. En tout cas, ils précèdent la mise en œuvre d'économies substantielles dans le cadre du budget fédéral 2012, notamment en matière de déductibilité fiscale pour les investissements économiseurs d'énergie.

assumées par la sécurité sociale. Des dépenses liées à d'autres compétences, notamment en matière de justice, sont également communautarisées.

En ce qui concerne les régions, budgétairement parlant, la principale matière transférée porte sur le marché du travail. Ces transferts émanent à la fois du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale. Une part non négligeable de ces compétences se situe du côté des recettes et non des dépenses. Il s'agit avant tout de réductions de certaines cotisations à la sécurité sociale. Une autre compétence importante passée aux régions est constituée par les dépenses fiscales, lesquelles sont des réductions de recettes. Les principales dépenses fiscales visées concernent le logement – déduction pour habitation unique, réduction majorée pour l'épargne-logement et déduction complémentaire d'intérêts hypothécaires –, les investissements économiseurs d'énergie et l'utilisation de titres-services. Enfin, divers autres transferts portent sur des montants limités.

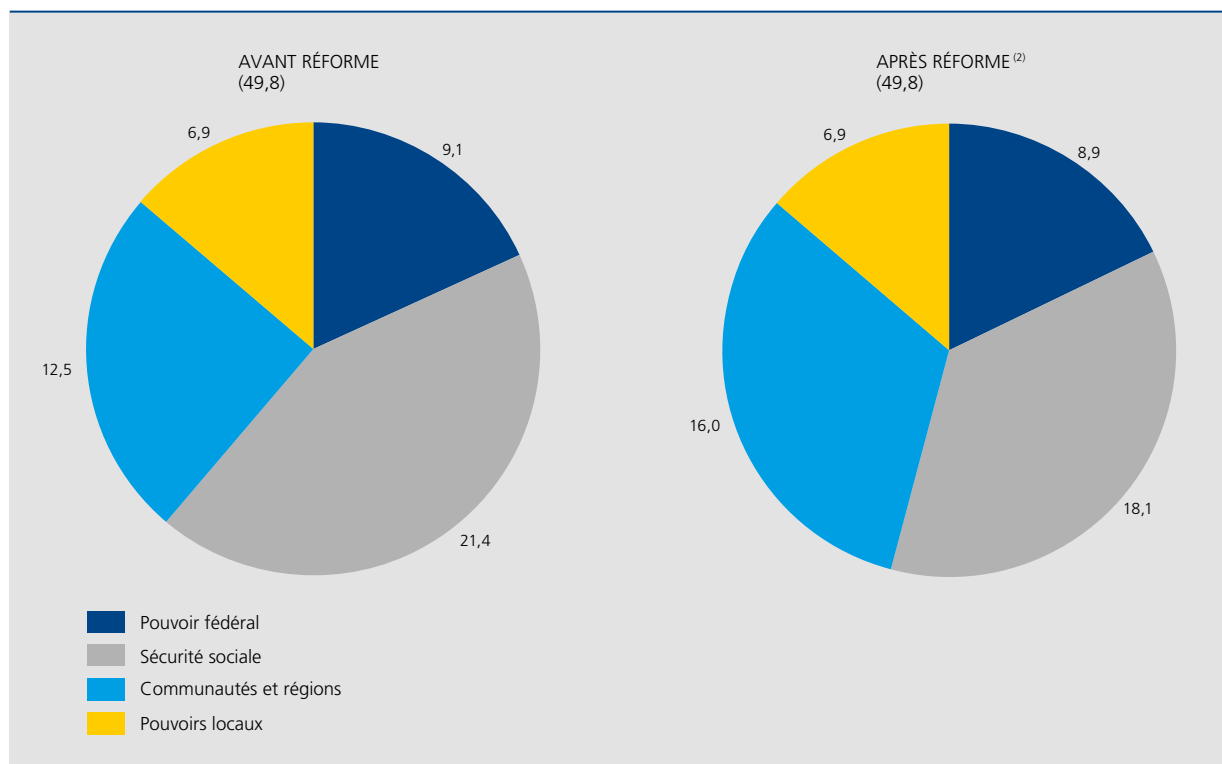
L'ensemble des transferts de compétences budgétaires modifient significativement le poids relatif des sous-secteurs

des administrations publiques. Sur la base des chiffres de 2011, si la réforme avait été mise en œuvre, les dépenses primaires des communautés et régions passeraient de 12,5 à 16 % du PIB. Ces 3,5 points de pourcentage supplémentaires seraient quasi exclusivement prélevés sur les dépenses de la sécurité sociale, qui reculeraient de 21,4 à 18,1 % du PIB. Les dépenses primaires du pouvoir fédéral ne se replieraient que marginalement, de 9,1 à 8,9 % du PIB. C'est la première fois que des transferts de compétences émanent de la sécurité sociale dans une aussi importante mesure.

4. Révision de la loi de financement

Pour ses aspects financiers, l'accord sur la réforme de l'État porte sur les mécanismes de la loi de financement, les modalités de l'autonomie fiscale des régions et le refinancement des institutions bruxelloises. Certaines variables de la loi de financement, comme les montants de référence pour les transferts de compétences et leurs paramètres d'évolution, doivent encore être ajustées définitivement, après la discussion sur l'assainissement

GRAPHIQUE 7 DÉPENSES PRIMAIRES FINALES DES SOUS-SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB, estimation sur la base de chiffres de 2011)



Sources : accord sur la réforme de l'État, ICN, BNB.

(1) Non compris les transferts entre sous-secteurs des administrations publiques pour ne considérer que les dépenses finales.

(2) Compte non tenu des compétences transférées du côté des recettes (dépenses fiscales et réductions de cotisations à la sécurité sociale).

des finances publiques qui devra ramener la Belgique à l'équilibre budgétaire d'ici 2015. La situation de la Communauté germanophone devra faire l'objet d'une révision spécifique.

Les sous-sections suivantes passeront en revue les nouveaux mécanismes de financement respectifs des régions et des communautés. Deux éléments spécifiques seront ensuite analysés, à savoir le refinancement des institutions bruxelloises et la contribution de responsabilisation en matière de pensions des agents statutaires des entités fédérées.

4.1 Révision du financement des régions

4.1.1 Vue d'ensemble

Pour ce qui est des régions, l'un des principaux changements apportés par l'accord sur la loi de financement concerne l'autonomie fiscale accrue dont elles bénéficient. Elles peuvent ainsi lever des centimes additionnels dits élargis sur les recettes fédérales de l'IPP. Ces centimes seront, à l'avenir, la principale recette des régions. Ils remplaceront la dotation IPP de base et la plus grande partie du terme négatif, de même qu'ils financeront en partie les dépenses fiscales transférées.

L'essentiel des dépenses fiscales transférées et des nouvelles compétences en matière d'emploi font l'objet de moyens supplémentaires répartis entre les régions sur la base d'une clé fiscale.

Une intervention de solidarité nationale est maintenue, mais les modalités en sont modifiées afin d'en gommer les effets pervers.

Au-delà de ces recettes, un nombre très limité d'autres dotations sont inchangées⁽¹⁾. Les impôts régionaux et taxes régionales ne sont pas modifiés non plus.

Compte tenu de l'ensemble des changements apportés au mode de financement des régions, certaines entités recevraient moins de moyens dans le cadre du nouveau système que dans l'ancien. Un mécanisme de transition est prévu afin d'assurer qu'aucune entité ne gagne ni ne perde au moment du basculement de l'ancienne loi vers la nouvelle. Le montant du mécanisme de transition est maintenu constant en termes nominaux pendant dix ans. Il diminue ensuite de manière linéaire au cours des dix années suivantes, jusqu'à disparaître.

Certains éléments font exception, en ce sens qu'ils ne sont pas compensés dans le mécanisme de transition et

qu'ils exercent donc un effet budgétaire immédiat sur les relations entre les entités fédérées et le pouvoir fédéral. Il s'agit du refinancement des institutions bruxelloises et de deux mécanismes de responsabilisation spécifiques, le premier en matière de pensions et le second en matière de climat⁽²⁾. Si une région dépasse l'objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre dans le secteur des bâtiments qui lui a été assigné, elle reçoit un bonus financier à la charge de la part fédérale de la mise aux enchères des quotas d'émission. À l'inverse, si une région n'atteint pas son objectif, elle doit s'acquitter d'un malus.

4.1.2 Extension de l'autonomie fiscale

L'accord sur la réforme de l'État accroît considérablement les compétences et l'autonomie fiscales des régions en matière d'IPP. L'on commencera par situer l'importance de l'extension de l'autonomie fiscale accordée à ce titre, avant d'explicitier les modalités de l'autonomie fiscale et les limites de celle-ci. Enfin, l'on évoquera un enjeu budgétaire crucial soulevé par l'autonomie fiscale, à savoir les gains d'élasticité.

4.1.2.1 Ampleur de l'autonomie fiscale

L'autonomie fiscale porte sur un montant de 10,7 milliards d'euros en 2012, soit environ un quart des recettes de l'IPP collectées dans le Royaume. Ce montant correspond à l'ancienne dotation IPP de base, estimée à 14,3 milliards, diminuée de la plus grande partie⁽³⁾ du terme négatif (4,3 milliards) et augmentée de 40 % des dépenses fiscales transférées. Ces dernières s'élevant à environ 1,9 milliard, ces 40 % représentent quelque 0,8 milliard.

L'accroissement de l'autonomie fiscale en matière d'IPP s'ajoute à celle existant déjà à la suite des réformes institutionnelles successives. L'ampleur de l'autonomie fiscale, que celle-ci ait trait à l'IPP ou à d'autres impôts, peut être mesurée, pour chacune des régions, par la part des recettes fiscales propres – définies comme les impôts régionaux, certaines taxes régionales et les additionnels ou remises d'IPP – dans l'ensemble des recettes considérées. Avant la révision de la loi de financement, l'autonomie fiscale allait, pour l'année 2012, de 38,5 % en Région

(1) Ces dotations ont trait aux moyens supplémentaires octroyés dans le cadre de précédentes révisions de la loi de financement (1993 pour l'agriculture et 2002 pour une série de compétences d'importance modeste sur le plan budgétaire) et à certaines dotations spécifiques à Bruxelles créées par l'accord du Lambertmont (dont celle pour les communes qui comptent au moins un néerlandophone au sein de leur Collège et celle pour les commissions communautaires unilingues).

(2) Les modalités de ce mécanisme doivent encore être élaborées et seront définies dans une loi ordinaire qui sera adoptée simultanément à la loi de financement.

(3) Une petite partie n'est pas soustraite dans la détermination du montant mis en autonomie fiscale. Elle constitue le résidu du terme négatif. Ces montants ne sont plus repris distinctement et se retrouvent par conséquent dans le mécanisme de transition.

wallonne à 43,5 % en Région flamande et à 51 % dans la Région de Bruxelles-Capitale.

Après la réforme, compte tenu des moyens transférés pour couvrir les nouvelles compétences, la part des recettes fiscales propres, en ce compris l'autonomie fiscale en matière d'IPP, dans le total des recettes considérées, passe à 66,1 % en Région wallonne, à 68,1 % en Région de Bruxelles-Capitale et à 78,4 % en Région flamande.

4.1.2.2 Modalités de l'autonomie fiscale

En pratique, l'augmentation de l'autonomie fiscale est octroyée sous la forme de centimes additionnels régionaux dits élargis sur les recettes de l'IPP. Ces centimes sont levés sur l'impôt maintenu au niveau fédéral, après déduction du montant mis en autonomie fiscale. L'encadré 1 parcourt les grandes lignes de ce nouveau système.

Les centimes additionnels régionaux s'appliquent à l'impôt selon les barèmes, après prise en compte de la quantité exemptée d'impôt – en ce compris le supplément pour personnes à charge – et des réductions d'impôt sur les revenus de remplacement et pour revenus d'origine étrangère. En appliquant les centimes additionnels à un

TABLEAU 3 CLÉS DE PARTAGE RÉGIONALES DE VARIABLES RELATIVES À L'IPP

(montants estimés à politique inchangée pour l'année de revenus 2012, en pourcentage)

	Région flamande	Région wallonne	Région de Bruxelles-Capitale
Additionnels régionaux élargis . . .	63,3	28,2	8,5
Produit de l'IPP ⁽¹⁾	63,2	28,1	8,7
Base imposable de l'IPP	61,4	30,2	8,4

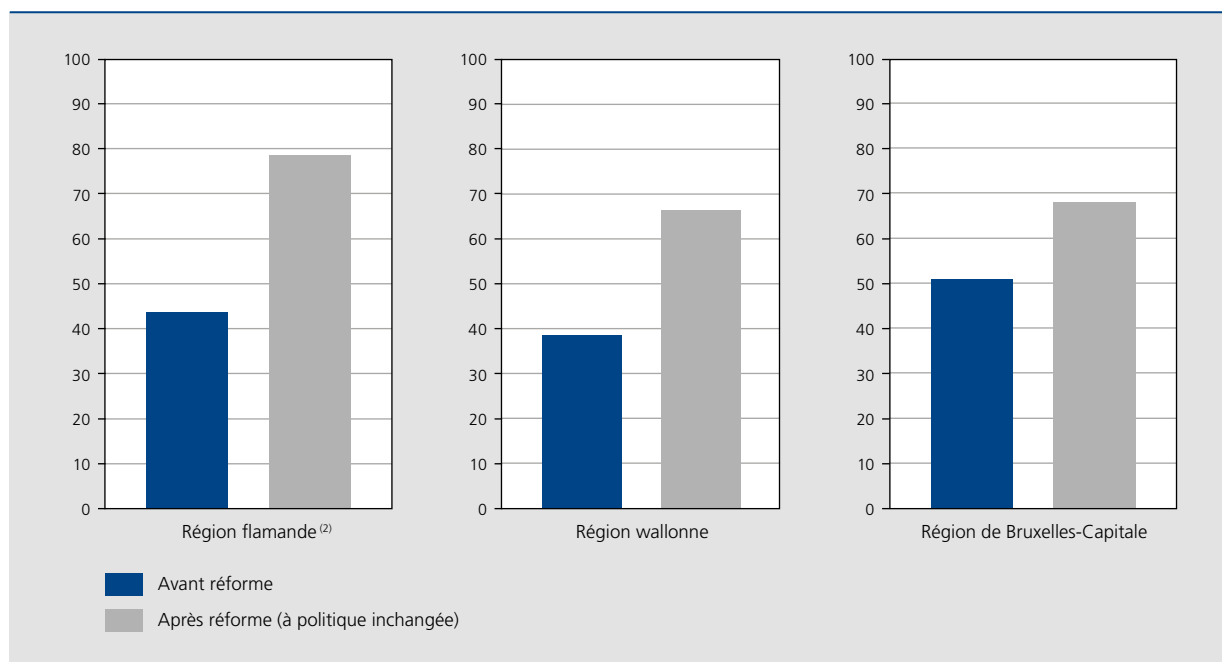
Sources: BFP, BNB.

(1) Hors centimes additionnels communaux.

niveau assez bas dans le calcul de l'impôt, les rendements entre régions sont proches de ceux obtenus sur la base de la clé du produit de l'IPP. Par rapport à la clé de la base imposable de l'IPP, cette clé attribue près de 2 % de plus à la Région flamande et environ 2 % de moins à la Région wallonne. Cet écart tient à plusieurs facteurs. D'abord, le revenu moyen étant plus élevé en Région flamande, l'impôt collecté dans cette région est plus important en raison de la progressivité de l'impôt. Ensuite, les réductions d'impôt pour les revenus de remplacement affectent

GRAPHIQUE 8 PART DES RECETTES FISCALES PROPRES DANS LE TOTAL DES MOYENS DES RÉGIONS⁽¹⁾

(sur la base des chiffres estimés pour 2012, en pourcentage)



Sources: BFP, budgets des voies et moyens, BNB.

(1) Les moyens considérés dans l'analyse incluent les recettes fiscales propres, les moyens transférés issus de l'IPP et de la TVA, ainsi que d'autres dotations fédérales. Les nouveaux moyens qui seront transférés à la suite de la sixième phase de la réforme de l'État sont également pris en compte.

(2) Dans le cas de la Communauté flamande (Région et Communauté confondues), la part des recettes fiscales propres passerait de 20,3 à 34,4 %.

d'avantage la Région wallonne que la Région flamande compte tenu, notamment, d'un taux de chômage supérieur. Enfin, proportionnellement, un plus grand nombre

d'habitants de la Région wallonne que de la Région flamande bénéficient de revenus d'origine étrangère, notamment les revenus du travail des transfrontaliers.

Encadré 1 – Modalités pratiques des centimes additionnels dits élargis sur les recettes de l'IPP

Le fonctionnement du nouveau système est illustré à partir de l'exemple simplifié d'un isolé sans personne à charge, dont le revenu imposable s'est élevé en 2011 à 30 000 euros et ne pouvant prétendre à des réductions d'impôt ou à des déductions fiscales spécifiques.

Sur la base des taux et des tranches de revenu imposable de l'exercice d'imposition 2012, la personne devrait, selon le système actuel, payer un impôt de 9 350 euros, compte tenu d'un impôt de base de 10 992 euros et d'une diminution de l'impôt de 1 643 euros par l'application de la quotité exemptée d'impôt, soit 25 % de la quotité du revenu exemptée d'impôt (6 570 euros).

Pour illustrer le nouveau système, l'on suppose un partage entre le pouvoir fédéral et les régions autour d'une clé 75 %-25 %. Dans ce cas, pour maintenir la charge fiscale et les recettes fiscales globales inchangées, des centimes additionnels de 33,3 % devraient être appliqués à l'impôt fédéral amputé d'un quart.

Selon le nouveau système, chacune des tranches d'impôt est amputée d'un quart. L'impôt fédéral de base s'élève, dans l'exemple considéré, à 8 244 euros, soit trois quarts de l'impôt perçu par l'État fédéral dans le système actuel. La réforme permet aux régions de subdiviser cet impôt fédéral de base selon les tranches qu'elles souhaitent et,

CALCUL DE L'IMPÔT DES PERSONNES PHYSIQUES AVANT ET APRÈS RÉGIONALISATION POUR UNE PERSONNE ISOLÉE DISPOSANT D'UN REVENU IMPOSABLE DE 30 000 EUROS

(année d'imposition 2012; en euros, sauf mention contraire)

Tranches de revenu imposable	Taux marginal (en %)	Impôt au profit du pouvoir fédéral			Impôt au profit des régions	Impôt total
		Impôt de base	Quotité exemptée d'impôt	Impôt fédéral après quotité		
Système actuel (avant régionalisation)						
0 – 8 070	25	2 018	1 643	375		375
8 070 – 11 480	30	1 023	0	1 023		1 023
11 480 – 19 130	40	3 060	0	3 060		3 060
19 130 – 35 060	45	4 892	0	4 492		4 492
Total		10 992	1 643	9 350		9 350
Nouveau système (après régionalisation, à politique inchangée, avec application de centimes additionnels régionaux uniformes de 33,3 %)						
0 – 8 070	25	1 513	1 232	281	94	375
8 070 – 11 480	30	767	0	767	256	1 023
11 480 – 19 130	40	2 295	0	2 295	765	3 060
19 130 – 35 060	45	3 669	0	3 669	1 223	4 892
Total		8 244	1 232	7 012	2 338	9 350



pour chacune de ces tranches, les régions peuvent lever le nombre de centimes additionnels qu'elles désirent, mais l'impôt fédéral de base, amputé d'un quart, demeure inchangé.

Ensuite, il est procédé au calcul des réductions d'impôt fédéral correspondant à la quotité exemptée d'impôt, au supplément de quotité exemptée d'impôt pour personnes à charge et aux réductions d'impôt pour revenus de remplacement. Le montant de ces réductions d'impôt fédéral vient en déduction de l'impôt fédéral de base calculé sur le revenu imposable, en commençant par les tranches d'impôt les plus basses. Dans l'exemple retenu ici, il n'est tenu compte que de la quotité exemptée d'impôt. Celle-ci, également amputée d'un quart, est soustraite de la tranche d'impôt la plus basse. Elle équivaut ainsi à 1 232 euros, soit également 25 % de moins que la réduction calculée dans le système actuel.

Par solde, la personne isolée considérée devrait par conséquent s'acquitter d'un impôt de 7 012 euros au profit du pouvoir fédéral, soit 25 % de moins que dans le cadre du système actuel.

Si la région où réside la personne isolée retenue dans l'exemple fictif applique, pour chacune des tranches d'impôt, des centimes additionnels de 33,3 % à l'impôt dû au niveau fédéral, la personne isolée devra verser 2 338 euros au profit de la région, de sorte que, au total, elle aura payé, comme dans le système actuel, 9 350 euros d'impôt, tous niveaux de pouvoir confondus. À politique inchangée, le nouveau système est donc neutre pour les contribuables.

L'exemple simplifié ne tient pas compte de certains revenus ni de certaines réductions d'impôt. Dans le nouveau système, les réductions d'impôt pour revenus d'origine étrangère s'imputeront proportionnellement. Par ailleurs, les additionnels régionaux s'appliqueront aussi à certains revenus imposables distinctement, sauf les revenus mobiliers et certains revenus divers comme les plus-values imposables, qui restent du ressort exclusif du pouvoir fédéral. En outre, pour ces revenus, le taux des additionnels sera uniforme, en ce sens qu'il n'y aura pas de différenciation par tranche, et unique, dans la mesure où un seul taux prévaudra, quel que soit le taux d'imposition fédéral sur ces revenus.

L'accord pose certaines balises en termes d'autonomie fiscale. Le pouvoir fédéral reste ainsi seul compétent pour déterminer la base imposable et le précompte professionnel, de même que pour collecter l'impôt. Il peut aussi fixer librement les taux d'imposition. Le pouvoir fédéral exerce toutes ces prérogatives sans que les régions ne puissent invoquer de conflit d'intérêts. Pour préserver le caractère strictement fédéral de la base imposable, les dépenses fiscales transférées sont ou doivent devenir des instruments qui affectent l'impôt dû et non la base imposable. Dès lors, par exemple, la déduction pour habitation unique doit être transformée en réduction d'impôt, comme c'est le cas pour l'épargne-logement. Il s'agit d'éviter ainsi des interférences entre les politiques régionales et la politique fédérale.

De leur côté, les régions peuvent dorénavant prévoir des centimes additionnels généraux proportionnels, des réductions générales forfaitaires ou proportionnelles – désormais sans limitation – et des crédits d'impôt remboursables dans leurs domaines de compétences. Elles peuvent aussi fixer librement leurs tranches d'imposition

et les taux des centimes additionnels par tranche, sans contrainte si c'est pour rendre le système plus progressif, mais avec deux restrictions si c'est pour rendre le système plus régressif. D'une part, le taux d'additionnel régional sur une tranche d'impôt ne peut être inférieur à 90 % du taux d'additionnel le plus élevé parmi les tranches d'impôt inférieures. D'autre part, l'avantage fiscal par contribuable ne peut être supérieur à 1 000 euros par an indexés.

4.1.2.3 Gains d'élasticité

Comme cela a déjà été expliqué dans la section 1.4, à législation fiscale inchangée, les recettes de l'IPP augmenteraient plus vite que le PIB. Le différentiel de recettes qui en résulterait est souvent dénommé « gains d'élasticité de l'IPP ». Dans la loi de financement actuelle, le pouvoir fédéral tire profit de ces gains. En effet, les moyens issus de l'IPP qu'il transfère aux régions sont uniquement liés à l'évolution du PIB. Dorénavant, les régions bénéficieront de ces gains à hauteur du montant de recettes de l'IPP mis en autonomie fiscale. En vue de compenser la perte de recettes qui en découlera pour le pouvoir fédéral,

la nouvelle dotation régionale, couvrant l'essentiel des moyens pour l'emploi et pour les dépenses fiscales transférées, ne sera liée qu'à hauteur de 70 % à la croissance réelle du PIB.

L'effet net de la résultante des forces entre, d'une part, cette liaison incomplète de la nouvelle dotation régionale à la croissance économique, et, d'autre part, les gains d'élasticité pour les régions à concurrence du montant mis en autonomie fiscale, est incertain. En effet, il est difficile de prédire avec exactitude dans quelle mesure les recettes de l'IPP progresseront plus vite que le PIB. En outre, les gains d'élasticité reposent sur l'hypothèse d'une législation inchangée, laquelle induit une hausse de la pression fiscale. Or, la législation fiscale pourrait être modifiée d'ici 2025, ce qui pourrait affecter le résultat ex post.

4.1.3 Financement des nouvelles compétences régionales

Étant entendu que 40 % des moyens nécessaires pour faire face aux dépenses fiscales sont inclus dans l'autonomie fiscale régionale en matière d'IPP, les 60 % restants, de même que 90 % des moyens nécessaires à l'exercice des compétences en matière d'emploi, sont octroyés aux régions sous la forme d'une nouvelle dotation pour les compétences transférées. En matière d'emploi, le montant considéré (5,3 milliards d'euros en 2012) englobe aussi les droits de tirage qui étaient déjà transférés aux régions sous la forme d'une dotation spécifique (0,5 milliard d'euros). Les 10 % restants aboutissent dans le mécanisme de transition.

La nouvelle dotation évoluera avec l'inflation et 70 % de la croissance réelle du PIB. Cette dotation est répartie en fonction de la clé de l'IPP maintenu au niveau fédéral, c'est-à-dire l'IPP prélevé au niveau fédéral, dont est déduite la partie mise en autonomie fiscale pour les régions. Cette soustraction vise à éviter que les ressources d'une région ne soient affectées par les choix de politique fiscale posés par les autres régions, en l'occurrence l'exercice de leur autonomie fiscale. La clé de l'IPP maintenu au niveau fédéral attribuerait, en 2012, 63,5 % des moyens à la Région flamande, 28 % à la Région wallonne et 8,5 % à la Région de Bruxelles-Capitale.

Pour ce qui est des autres compétences, d'importance plus marginale sur le plan budgétaire, l'accord institutionnel est encore relativement flou. Il y est question d'une ou plusieurs dotations spécifiques. L'évolution de cette ou de ces dotations reste à déterminer. La répartition de ces dernières s'effectuerait selon des clés « utilisation », et donc selon l'optique des besoins.

4.1.4 Révision de l'intervention de solidarité

Une intervention de solidarité nationale a été maintenue. Comme précédemment, il s'agit d'un transfert vertical sous la forme d'une dotation du pouvoir fédéral vers les régions dont l'IPP par habitant est inférieur à la moyenne nationale.

Les modalités de l'intervention ont toutefois été révisées. Le montant dû aux régions bénéficiaires au titre du nouveau mécanisme est déterminé par la formule suivante : $80\% * (db - dpb) * V$. Dans cette formule, db représente la part de la région dans la population belge et dpb la part de la région dans l'IPP maintenu au niveau fédéral. V est le montant de base pris en compte pour calculer l'intervention de solidarité. Ce montant de base est égal à l'ensemble du montant mis en autonomie fiscale et à tout ou partie des dotations régionale et communautaire réparties selon une clé fiscale. En 2012, cela correspondrait à 20,1 milliards d'euros, soit les 10,7 milliards mis en autonomie fiscale régionale en matière d'IPP, les 5,3 milliards de la nouvelle dotation régionale partagée selon une clé fiscale (marché du travail et dépenses fiscales) et 50 % de la dotation de 8,2 milliards attribuée aux communautés et répartie suivant une clé fiscale.

L'intervention ne compense plus que 80 % de l'écart entre la part d'une région dans la population et sa part dans l'IPP maintenu au niveau fédéral, mais le montant de base auquel s'applique la correction comprend désormais des moyens à la fois régionaux et communautaires. Le nouveau mécanisme induit en 2012 une intervention de solidarité moins élevée que l'ancien. En revanche, le montant de base évoluera non seulement avec l'inflation, comme c'était le cas dans le cadre de l'ancien système, mais aussi avec la croissance économique réelle.

4.2 Révision du financement des communautés

4.2.1 Vue d'ensemble

Pour exercer leurs nouvelles compétences, les communautés se voient attribuer des moyens supplémentaires sous la forme de dotations. Celles-ci sont réparties sur la base de clés démographiques dépendant de la nature de la compétence visée (cf. 4.2.2.).

Les ressources dont les communautés disposent pour leurs anciennes compétences sont restructurées. Elles se composent, d'une part, d'une dotation répartie suivant le nombre d'élèves fréquentant les écoles francophones et néerlandophones et, d'autre part, d'une dotation répartie selon une clé fiscale (cf. 4.2.3.).

Pour mémoire, les autres dotations fédérales ne sont pas modifiées. Elles concernent le financement des étudiants étrangers et la coopération interuniversitaire.

Comme pour les régions, un mécanisme de transition est prévu afin d'assurer qu'aucune entité ne perde de ressources au moment du basculement vers la nouvelle loi de financement, de même que le mécanisme de responsabilisation en matière de pensions est renforcé.

4.2.2 Financement des nouvelles compétences

Les montants de base pour les trois principales nouvelles compétences transférées aux communautés, à savoir les allocations familiales, diverses matières relatives aux personnes âgées et d'autres compétences transférées en matière de soins de santé et d'aide aux personnes, sont déterminés à partir des moyens octroyés par le pouvoir fédéral. Pour l'année 2012, le montant total concerné est estimé à 10,6 milliards d'euros.

Les montants de base sont ensuite répartis entre les entités sur la base de clés démographiques. Une fois ces moyens partagés, ils évoluent dans chacune des entités selon leur dynamique propre. Les entités concernées diffèrent quelque peu selon les matières. Les Communautés flamande et française sont toujours reprises mais, s'agissant de la Région de Bruxelles-Capitale, le transfert s'effectue, au moins, par le biais de la Commission communautaire commune, les Commissions communautaires française et flamande étant également parties prenantes pour les compétences relatives aux personnes âgées. La Communauté germanophone est, elle, citée dans l'accord sur la réforme de l'État en ce qui concerne le transfert des allocations familiales.

Les moyens destinés aux allocations familiales sont répartis en fonction de la population âgée de 0 à 18 ans de chaque entité. Ceux qui concernent les personnes âgées sont affectés en tenant compte de la population de plus de 80 ans. Les ressources qui doivent couvrir les autres aspects des soins de santé et de l'aide aux personnes sont alloués entre les entités proportionnellement à la population totale.

Au-delà de l'inflation, les critères d'évolution des moyens destinés à couvrir les nouvelles compétences communautaires varient selon le cas. Le financement des allocations familiales suit seulement l'évolution de la population âgée de 0 à 18 ans des diverses entités, mais une partie de l'enveloppe « bien-être » peut également permettre une adaptation en termes réels des ressources consacrées à ce type de prestations sociales. Le financement des matières relatives aux personnes âgées suit à la fois l'évolution de

la population âgée de plus de 80 ans de chaque entité et 82,5 % de la croissance réelle du PIB par habitant observée au niveau national. Les moyens affectés aux autres soins de santé et à l'aide aux personnes suivent la croissance réelle du PIB à hauteur de 82,5 %. La limitation à 82,5 % de la liaison à la croissance est présentée dans l'accord sur la réforme de l'État comme une forme de contribution des entités fédérées au coût du vieillissement.

Enfin, pour les autres compétences transférées aux communautés, notamment en matière de justice, les ressources seront réparties sur la base de clés « utilisation ». Les critères d'évolution de ces moyens doivent encore être déterminés.

4.2.3 Financement des anciennes compétences

Les anciennes compétences, dont la principale, en termes de poids budgétaire, est l'enseignement, sont financées essentiellement par une nouvelle dotation répartie en fonction du nombre d'élèves de 6 à 17 ans fréquentant les écoles francophones et néerlandophones. Ce critère était utilisé pour partager les moyens de l'ancienne dotation TVA de base, c'est-à-dire la partie de ces recettes attribuées qui existait préalablement à l'accord du Lambert. Ce critère de répartition s'applique désormais à cette nouvelle dotation, qui englobe, outre l'ancienne dotation TVA de base, deux autres éléments. Le premier d'entre eux est la partie « liaison à la croissance économique » des moyens supplémentaires du Lambert sur la période 2010-2012. Le second est la dotation compensatoire pour la redevance radiotélévision qui faisait, auparavant, partie des recettes attribuées de l'IPP.

La nouvelle dotation est estimée à quelque 13,8 milliards d'euros en 2012. Alors que l'ancienne dotation TVA de base n'était pas liée à la croissance économique, la nouvelle dotation, répartie en fonction du nombre d'élèves, l'est. Comme c'était le cas pour l'ensemble de la dotation TVA auparavant, la nouvelle dotation est indexée et est liée à la croissance du PIB à hauteur de 91 %. La liaison à la démographie est également limitée à 80 % et est établie sur la base de la communauté où la population des moins de 18 ans évolue le plus vite depuis 1988.

À côté des dotations basées sur des clés démographiques, il existe toujours une dotation répartie selon une clé fiscale. La clé de partage est ici aussi le produit de l'IPP maintenu au niveau fédéral. Pour ce qui est du produit de l'IPP localisé dans la Région de Bruxelles-Capitale, la clé institutionnelle utilisée précédemment est inchangée. Elle attribue 80 % de ce produit à la Communauté française et 20 % à la Communauté flamande. Cette dotation comprend non seulement les moyens issus de l'IPP, mais

aussi les moyens supplémentaires issus de la TVA octroyés à la suite de l'accord du Lambermont, à l'exception de l'élément repris désormais dans la dotation répartie suivant la clé des élèves. Autrement dit, les moyens supplémentaires issus de la TVA déplacés vers la dotation affectée selon une clé fiscale sont les moyens forfaitaires et l'apport de la liaison à la croissance économique sur la période 2007-2010. La dotation répartie suivant une clé fiscale, estimée à 8,2 milliards d'euros en 2012, évoluerait avec l'inflation et 82,5 % de la croissance du PIB en volume.

Une des nouveautés apportées en ce qui concerne le financement des anciennes compétences des communautés consiste donc à avoir mis un terme au « turbo Lambermont ». Dorénavant, l'ancienne dotation TVA de base et les moyens supplémentaires font, pour l'essentiel, partie de deux dotations distinctes largement liées à la croissance économique, la première répartie selon la clé des élèves et la seconde selon la clé de l'IPP maintenu au niveau fédéral.

4.3 Refinancement des institutions bruxelloises

Un refinancement des institutions bruxelloises, à hauteur de 461 millions d'euros d'ici 2015, est prévu. Plusieurs mécanismes ont été introduits, visant soit la Région de Bruxelles-Capitale, soit les commissions communautaires, soit encore les communes de la Région de Bruxelles-Capitale. Chaque mécanisme a son explication et sa dynamique propres, mais l'accord porte, à l'horizon 2015, sur les chiffres plutôt que sur les mécanismes.

À l'horizon 2015, la Région de Bruxelles-Capitale, les communes de cette Région et les Commissions communautaires française et flamande sont refinancées à concurrence de, respectivement, 363, 58 et 40 millions d'euros. En outre, comme cela avait été supposé dans la projection à politique inchangée, les montants actuellement affectés à Beliris (125 millions) sont consolidés.

Le refinancement des institutions bruxelloises comporte deux volets. Le premier devrait entrer en vigueur en 2012 par le biais d'une loi spéciale modifiant aussi divers aspects de l'organisation de la Région de Bruxelles-Capitale et de sa périphérie. Les budgets 2012 du pouvoir fédéral et de la Région de Bruxelles-Capitale tiennent compte de ce refinancement. Le second volet entrerait en vigueur avec la nouvelle loi de financement.

TABLEAU 4 REFINANCEMENT DES INSTITUTIONS BRUXELLOISES
(millions d'euros)

	2012	2013	2014	2015
Volet d'application à partir de 2012	134	175	217	258
Montants affectés	110	151	192	233
dont:				
Sécurité (communes)	30	30	30	30
Primes linguistiques (communes)	25	26	27	28
Mobilité	45	75	105	135
Commissions communautaires	10	20	30	40
Montant non affecté (mainmorte)	24	24	25	25
Volet loi de financement ⁽¹⁾ (montants non affectés)	0	61	129	203
Compensation navetteurs ⁽²⁾	0	13	28	44
Compensation fonctionnaires internationaux	0	48	101	159
Total	134	236	346	461
dont:				
Montants affectés	110	151	192	233
Montants non affectés	24	85	154	228

Source : accord sur la réforme de l'État.

(1) En supposant une entrée en vigueur de la loi de financement en 2012, ce volet s'applique à partir de 2013 afin d'éviter que les effets du refinancement ne soient annihilés par le mécanisme de transition.

(2) Cette compensation étant horizontale, elle n'est pas à la charge du pouvoir fédéral mais à celle des autres régions.

4.3.1 Volet d'application à partir de 2012

Pour le premier volet, le seul mécanisme de refinancement dont le montant n'est pas affecté à un besoin déterminé est l'élargissement de la compensation pour la « mainmorte ». Celle-ci vise l'exemption de précompte immobilier dont bénéficient certains bâtiments appartenant à des personnes morales de droit public. Le manque à gagner qui en résulte pour les communes est compensé par le pouvoir fédéral. Les communes de la Région de Bruxelles-Capitale sont particulièrement concernées par ce phénomène en raison de son statut de capitale et de la concentration élevée d'organisations internationales et nationales sur son territoire. Dans la loi de financement de 1989, pour ces communes, la compensation pour la mainmorte a été transférée vers la Région. Le refinancement prévu en matière de mainmorte à l'occasion de la révision de la loi de financement consiste à faire passer la compensation de 72 à 100 % et à l'élargir.

Quatre autres mécanismes de refinancement des institutions bruxelloises consistent en l'octroi de montants affectés à un poste de dépenses prédéterminé. Le seul mécanisme revenant à la Région de Bruxelles-Capitale est une nouvelle dotation versée directement par le pouvoir fédéral pour la politique de mobilité, en particulier pour les transports en commun. Un autre mécanisme vise à renforcer les moyens des commissions communautaires unilingues. La dotation spéciale existant depuis l'accord du Lambertmont est augmentée de manière linéaire, en quatre ans, à partir de 2012. Cette dotation est toujours répartie à hauteur de 80 % pour la Commission communautaire française et de 20 % pour la Commission communautaire flamande. Les deux derniers mécanismes bénéficient aux communes. Il s'agit, respectivement, d'une dotation « primes linguistiques » et d'un crédit complémentaire octroyé au Fonds en vue du financement des dépenses liées à la sécurité résultant de l'organisation des sommets européens.

4.3.2 Volet mis en œuvre avec la nouvelle loi de financement

Le deuxième volet entre en vigueur l'année qui suit celle de l'introduction de la nouvelle loi, afin que les effets de ce refinancement ne soient pas annulés par le mécanisme de transition garantissant que, la première année, aucune entité ne soit gagnante ou perdante.

Ce volet comprend tout d'abord une correction pour les navetteurs. L'idée en est que de nombreux navetteurs résidant en Région flamande ou wallonne bénéficient de services publics à Bruxelles sans que la Région de Bruxelles-Capitale n'ait été soutenue financièrement

jusqu'à présent, l'IPP étant calculé sur la base du lieu de résidence des ménages et non en fonction de leur lieu de travail. Aussi, la Région de Bruxelles-Capitale recevra dorénavant une dotation qui compensera une partie de ce manque à gagner. La compensation pour les navetteurs étant un mécanisme horizontal, les recettes dont bénéficiera la Région de Bruxelles-Capitale proviendront des autres régions plutôt que du pouvoir fédéral. Aussi, le coût total du refinancement des institutions bruxelloises à la charge du pouvoir fédéral est le total dont il convient de soustraire la compensation pour les navetteurs.

Ce deuxième volet comporte également un mécanisme visant à compenser la non-perception d'impôts régionaux sur les fonctionnaires des institutions internationales comme l'UE ou l'OTAN. Ceux-ci sont proportionnellement plus nombreux dans la Région de Bruxelles-Capitale que dans les deux autres régions du pays. La masse salariale de ces fonctionnaires représente 15,4 % de la base imposable de la Région de Bruxelles-Capitale, contre à peine 0,7 % en Région flamande ou wallonne. Seule la part plus élevée des fonctionnaires internationaux dans la base imposable de la Région de Bruxelles-Capitale que dans celles des deux autres régions fait l'objet d'une dotation.

Au-delà de 2015, l'accord sur la réforme de l'État prévoit de plafonner le refinancement de la seule Région de Bruxelles-Capitale – à l'exclusion donc des communes et des commissions communautaires – à 0,1 % du PIB. En vue de respecter cette contrainte, l'accord comporte un certain nombre de freins à l'évolution des mécanismes décrits ci-dessus. Ainsi, les moyens alloués aux deux mécanismes du volet relatif à la loi de financement, c'est-à-dire ceux destinés à compenser l'effet des navetteurs et des fonctionnaires internationaux, seraient gelés en termes nominaux, la dotation « mobilité » évoluerait avec l'inflation et seulement la moitié de la croissance réelle du PIB et, comme dans le scénario de référence à cadre institutionnel inchangé, la dotation mainmorte continuerait de n'être qu'indexée.

4.4 Contribution des entités fédérées au coût budgétaire du vieillissement

Les discussions institutionnelles se sont déroulées dans un contexte où le solde de financement de l'ensemble des administrations publiques belges était déficitaire et où ce déficit était considéré comme excessif selon le cadre normatif européen. En 2011, le déficit se situait principalement au niveau fédéral, tandis que le solde de l'ensemble des communautés et régions n'était que légèrement négatif. Compte tenu aussi du fait que l'essentiel des coûts budgétaires du vieillissement doivent encore

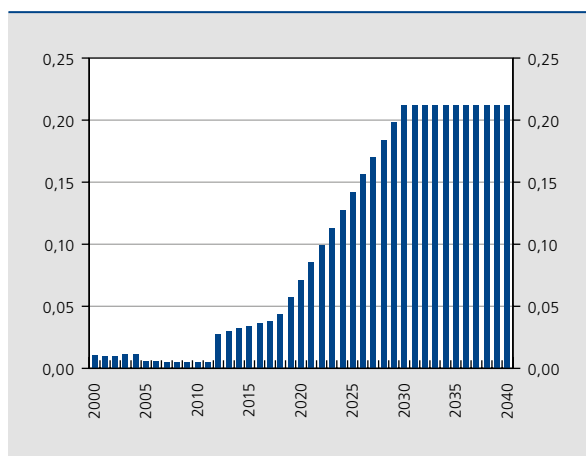
survenir et affecter, principalement, le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, l'accord sur la réforme de l'État prévoit deux mécanismes par lesquels les entités fédérées vont participer à l'effort d'assainissement de l'ensemble des administrations publiques. L'accord cible les deux secteurs du ressort des entités fédérées qui sont les plus directement concernés par l'allongement de l'espérance de vie, à savoir les compétences relatives aux personnes âgées transférées dans le cadre de la réforme institutionnelle et les pensions de leurs fonctionnaires.

En ce qui concerne l'aide et les soins aux personnes âgées, la participation des communautés – ou des commissions communautaires dans le cas de Bruxelles – découle de l'application d'une liaison partielle de la dotation y relative à la croissance économique. La dotation évolue avec le nombre de personnes âgées de plus de 80 ans dans chaque entité, l'inflation et 82,5 % de la croissance réelle du PIB par habitant. Il en va d'ailleurs de même des autres compétences transférées en matière de soins de santé et d'aide aux personnes, dont les moyens suivent l'inflation et 82,5 % de la croissance réelle du PIB.

Les dépenses de pensions des fonctionnaires des communautés et régions sont à la charge de l'État fédéral. Depuis 1994, un mécanisme de responsabilisation est instauré, en vue d'assurer une participation des entités fédérées au coût de ces pensions. Néanmoins, ce concours des entités fédérées au paiement des pensions de leurs agents statutaires était particulièrement limité. La loi spéciale du 5 mai 2003 instaurant un nouveau mode de calcul de la contribution de responsabilisation à la charge de certains employeurs du secteur public prévoyait de l'augmenter, mais le nouveau mécanisme n'a jamais pu être appliqué. L'accord sur la réforme de l'État prévoit que celui-ci entrera en vigueur dès 2012. Des montants ont été inscrits à ce titre au budget fédéral 2012. L'accord sur la réforme de l'État introduit également un nouveau mécanisme à partir de 2016, par lequel les entités fédérées versent au pouvoir fédéral une cotisation sur le salaire de leurs agents statutaires qui tend, d'ici 2030, vers le taux applicable au personnel contractuel, lequel s'élève actuellement à 8,86 %. À partir de 2016, c'est la cotisation la plus élevée de ces deux mécanismes – celui découlant de l'application de la loi spéciale du 5 mai 2003 et le nouveau – qui sera perçue. Le nouveau mécanisme devrait assez rapidement supplanter l'ancien.

La contribution des entités fédérées au titre de la responsabilisation en matière de pensions augmenterait de manière continue et s'accélérait à partir de 2019. Elle serait limitée à moins de 0,05 % du PIB jusqu'en 2018. En 2030, elle atteindrait 0,21 % du PIB. Les apports les

GRAPHIQUE 9 CONTRIBUTION DES ENTITÉS FÉDÉRÉES EN MATIÈRE DE RESPONSABILISATION PENSIONS⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Sources: BFP, ICN, BNB.

(1) Au-delà de 2030, la masse salariale des fonctionnaires est supposée évoluer au même rythme que le PIB, et le taux de cotisation est maintenu à 8,86 %.

plus importants émaneraient toujours des communautés plutôt que des régions, en raison de leur masse salariale relativement plus élevée du fait, surtout, de la présence du corps enseignant.

Pour rappel, comme le mécanisme de responsabilisation en matière de pensions se situe en dehors du mécanisme de transition, il constitue un transfert, dès 2012, des entités fédérées vers le pouvoir fédéral.

5. Considérations finales

L'accord sur la réforme de l'État comporte des transferts de compétences pour un montant de l'ordre de 4,4 % du PIB. Ces transferts émanent davantage de la sécurité sociale que du pouvoir fédéral. C'est la première fois que des transferts substantiels proviennent de la sécurité sociale. Ces transferts se font en outre davantage vers les communautés et commissions communautaires, qui sont des institutions sans pouvoir fiscal propre, que vers les régions.

Au regard des grands objectifs et principes définis avant la révision de la loi de financement, l'autonomie fiscale des régions est accrue en matière d'IPP, mais avec certaines balises, et, à législation inchangée, les entités fédérées ne devraient pas être appauvries, grâce aux gains d'élasticité de l'IPP. Les institutions bruxelloises sont, pour leur part, refinancées. Une intervention de solidarité est maintenue, mais elle est corrigée. Un mécanisme de transition est

également prévu, afin de neutraliser les effets de la réforme lors de son entrée en vigueur et de limiter l'ampleur de ses effets au cours de la première décennie.

En l'état, l'accord sur la réforme de l'État ne tranche pas la question de la participation des différentes entités au nécessaire assainissement des finances publiques belges. Bien que l'accord inclue une contribution accrue des entités fédérées au coût budgétaire du vieillissement, le pouvoir fédéral et la sécurité sociale supportent

toujours l'essentiel des charges liées à ce phénomène démographique. Il importe donc de déterminer la répartition des efforts d'assainissement nécessaires pour ramener la Belgique à l'équilibre budgétaire d'ici 2015, de préciser les modalités de la participation des entités fédérées et, dans ce cadre, comme le prévoit l'accord, de fixer définitivement certaines variables de la loi de financement, comme les montants de référence pour les transferts de compétences et leurs paramètres d'évolution.

Bibliographie

Accord du gouvernement fédéral,

http://www.premier.be/files/20111206/Accord_de_Gouvernement_1er_decembre_2011.pdf

Accord sur la réforme de l'État,

http://www.dekamer.be/kvvcr/pdf_sections/home/FRtexte%20dirrupo.pdf

Algoed K. et D. Heremans (2008), *Spoor A2: Toekomstscenario's voor de Vlaamse begroting en fiscaliteit, The incentive effects of the Belgian financial arrangement for the regions*, KULeuven, février.

Bayenet B. (2012), *Les derniers accords institutionnels belges sur la 6^e réforme de l'État et le financement des communautés et des régions*, Note politique, IEV, janvier.

Bayenet B. et G. Pagano (2011), *Le financement des entités fédérées: un système en voie de transformation*, CRISP, Bruxelles.

Bureau fédéral du Plan (2011a), *Perspectives économiques 2011-2016*.

Bureau fédéral du Plan (2011b), *Le cadre macroéconomique – mise à jour de fin août 2011*,

<http://www.nbb.be/doc/ts/formateur/annexe3.pdf>

Cattoir P. et M. Verdonck (2002), « Peréquation financière et fédéralisme » in P. Cattoir, P. De Bruycker, H. Dumont, H. Tulkens et E. Witte, *Autonomie, Solidariteit en Samenwerking*, Larcier.

Chaidron N., R. Deschamps, J. Dubois, C. Ernaelsteen, M. Mignolet, M.-E. Mulquin, V. Schmitz et A. de Streeel (2009), « Réformer le financement IPP des entités fédérées: le modèle CERPE », *Cahiers de Recherche, Série Politique Économique*, 42, FUNDP.

Claeys J., T. Stragier, K. Van Cauter et L. Van Meensel (2004), « Les finances des communautés et régions », BNB, *Revue économique*, IV, 53-72.

Comité de Monitoring (2011), *Estimations 2011-2015*, 30 septembre.

Heremans D., T. Peeters et A. Van Hecke (2010), *Towards a more efficient and responsible financing mechanism for the Belgian federation*, Working Papers, Spoor A2, Steunpunt Fiscaliteit en Begroting, KULeuven, janvier.

Leibfritz W. (2009), *Fiscal federalism in Belgium: Main challenges and considerations for reform*, OECD Economics Department, Working Paper 743.

Verdonck M., P. Cattoir et K. Algoed (2009), « Assessment of the Belgian fiscal equalization mechanism and proposals for reform » in *Quel État pour quelles performances économiques?*, CIFO, 18^e Congrès des économistes belges de langue française.

Constitution d'actifs par les ménages durant la crise financière

Philip Du Caju

Introduction

La crise financière qui a éclaté en 2008 pèse aujourd'hui encore sur l'économie mondiale. La faillite de la banque américaine Lehman Brothers en septembre 2008 a provoqué des turbulences sur les marchés, si bien que les investisseurs se sont tournés vers des valeurs considérées comme sûres. Les pouvoirs publics ont dû prendre des mesures exceptionnelles afin de venir en aide au secteur bancaire. La vulnérabilité des banques représentait en effet un risque pour l'ensemble du système financier.

Ces turbulences n'ont pas manqué de toucher également les ménages belges. L'incidence sur les finances des ménages a été multiple : taux d'épargne, valorisation des actifs, choix de portefeuille, etc. C'est surtout ce dernier élément qui est développé dans le présent article. Les économistes analysent traditionnellement l'allocation de l'épargne entre différents instruments de placement sur la base des statistiques macroéconomiques tirées des comptes financiers. Cette fois, la Banque interroge également des ménages sur leur comportement financier, à l'aide d'une enquête préparée spécifiquement à cette fin. Cela permet de dégager également des informations microéconomiques sur les finances des ménages. La première vague de cette enquête a été organisée au cours de l'année 2010. Le questionnaire portait notamment sur l'incidence de la crise financière dans le patrimoine des ménages. Les réponses à ces questions spécifiques sont maintenant disponibles et sont analysées dans le présent article.

La première partie de l'article présente les informations utilisées au niveau des ménages. C'est en effet la première fois que ces données, qui sont encore partielles et provisoires, sont exploitées. Une section succincte explique

l'organisation et le fonctionnement de l'enquête sur le comportement financier des ménages. Y sont également abordés la composition de l'échantillon de ménages, ainsi que le contenu du questionnaire, dont les questions spécifiques relatives à la crise financière.

La deuxième partie est consacrée à la composition du patrimoine des ménages. Elle est illustrée à l'aide des informations microéconomiques provenant de l'enquête auprès des ménages. Ces informations portent essentiellement sur la période antérieure à la crise. Dans les décisions qui concernent le patrimoine, et en particulier la manière de réagir dans le contexte de la crise financière, la disposition des ménages à prendre des risques joue un rôle très important. C'est dès lors par cet aspect que débute cette partie de l'article.

La troisième partie porte sur l'évolution du patrimoine des ménages depuis le début des turbulences sur les marchés financiers. L'analyse porte, dans la mesure du possible, sur les périodes situées avant, pendant et après la crise financière. Le point suivant concerne la question de savoir si les ménages ont procédé à des transferts entre différents éléments de patrimoine dans le contexte de la crise financière et le cas échéant, comment et dans quelle mesure ils l'ont fait. Est enfin abordée la question de savoir quels actifs les ménages souhaitent désormais éviter au lendemain de la crise.

1. Informations sur la situation financière des ménages

L'analyse de la situation financière des ménages, et notamment de leurs actifs, s'appuie généralement sur les comptes financiers comme source classique de données

macroéconomiques. Les comptes financiers offrent un aperçu détaillé de l'évolution des créances et des dettes financières entre les secteurs institutionnels nationaux, les sociétés non financières, les sociétés financières, les pouvoirs publics et les ménages, et entre l'économie nationale et le reste du monde. Ces comptes font partie intégrante du système des comptes nationaux, qui se compose d'une série cohérente de comptes articulés et coordonnés. En revanche, la Belgique ne disposait pratiquement pas, jusqu'il y a peu, d'informations microéconomiques au niveau des ménages individuels. L'enquête menée par la Banque auprès d'un échantillon de ménages belges a comblé cette lacune. C'est cette enquête qui est l'objet des explications qui suivent.

1.1 Organisation d'une enquête sur le comportement financier des ménages

Comme il n'existe pas de registre général du patrimoine en Belgique, et qu'à l'étranger, ce type de registre ne présente jamais une image complète de tous les types d'actifs, les enquêtes comme celle qui nous occupe sont essentielles pour dresser le tableau de la répartition des patrimoines entre les ménages, et de la composition du patrimoine des ménages individuels.

Il existe depuis quelque temps déjà, des enquêtes sur le patrimoine et le comportement financier des ménages, notamment en France, en Italie, aux Pays-Bas et en Espagne, mais également aux États-Unis. L'objectif de ces enquêtes est de compléter les données macroéconomiques existantes, tirées des comptes financiers, à l'aide d'informations microéconomiques au niveau des ménages individuels, afin de pouvoir mener des recherches scientifiques spécifiques et d'élaborer une analyse pertinente, et pour pouvoir également se faire une idée de la manière dont les actifs et les passifs des ménages se répartissent. Ces données individuelles peuvent en outre être utilisées pour améliorer les comptes financiers. C'est pourquoi la Banque nationale a décidé d'organiser une enquête relative au patrimoine auprès des ménages belges. Il est prévu de réaliser cette enquête tous les trois ans, comme dans les autres pays de la zone euro. Pour cette première édition, les interviews ont eu lieu en Belgique d'avril à septembre 2010. Les données brutes qu'elles ont produites sont actuellement encore en cours de traitement à la Banque. Ce sont donc des résultats partiels et provisoires de l'enquête qui sont utilisés pour le présent article.

L'échantillon de ménages belges a été composé sur la base de trois strates régionales, l'objectif étant que les résultats de l'enquête soient représentatifs. Le but était

également d'évaluer le mieux possible le patrimoine global des ménages. C'est pourquoi les ménages plus aisés ont été interviewés à une échelle relativement plus large que les ménages moins nantis. Comme il n'existe pas de registre sur l'ampleur du patrimoine des ménages individuels, l'on a essayé d'interviewer un nombre relativement plus important de ménages disposant d'un revenu plus élevé. Les données individuelles relatives aux revenus ne peuvent toutefois pas être utilisées pour sélectionner les ménages. C'est pourquoi la population a été divisée en huit strates de revenus (de la catégorie de revenus la plus basse à la catégorie la plus élevée) en fonction du revenu moyen imposable du «secteur statistique» (un quartier dans une commune) où cette population habite.

Au total, 2 364 ménages ont été interviewés, répartis sur les trois strates régionales et les huit strates de revenus. Plus de 11 000 ménages ont dû être contactés pour ce faire; le taux de réponse s'est donc établi à 21 %. Si l'on considère la proportion des différents types de ménage (taille) et de membres du ménage (catégorie d'âge) dans la population totale et dans l'échantillon interviewé de l'enquête, des différences seront bien entendu observées. Celles-ci ne s'avèrent toutefois pas très importantes. Les ménages se composant d'une seule personne et les personnes de plus de 65 ans sont relativement sous-représentés dans l'échantillon de l'enquête.

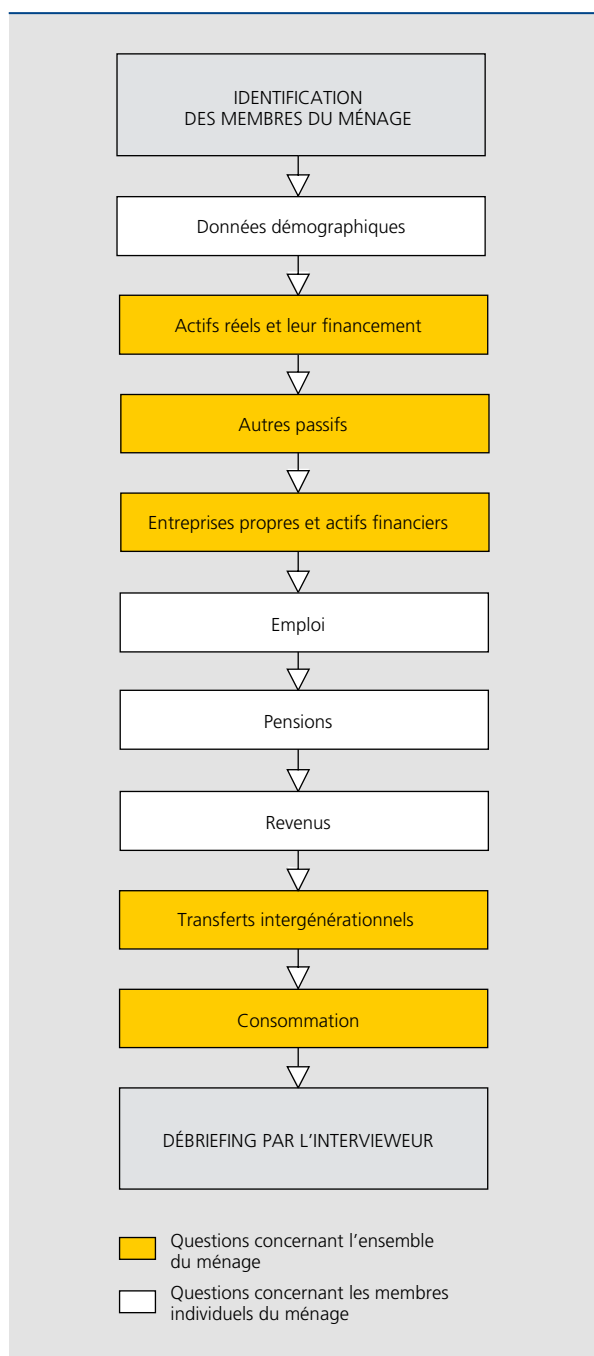
1.2 Contenu de l'enquête auprès des ménages

Le questionnaire sur le comportement financier des ménages est assez étendu. Pour les ménages possédant de nombreux actifs et moyens de financement différents, les interviews pouvaient prendre plus (voire beaucoup plus) d'une heure. Les répondants pouvaient utiliser, pour répondre aux questions, de la documentation telle que des extraits de compte, des fiches de salaire, etc. Il est évident que cette manière de procéder bénéficie à l'exhaustivité et à la précision des informations collectées. Une partie des questions porte sur les membres du ménage pris individuellement, et une autre sur le ménage dans son ensemble.

Le questionnaire est divisé en neuf parties :

- la première partie comporte des questions relatives aux données démographiques du ménage. Ce volet donne par exemple des informations sur la taille et le type du ménage, ainsi que sur l'âge, le sexe et le niveau de formation des membres du ménage;
- la deuxième partie traite des actifs réels et de leur financement. Il s'agit principalement de biens immobiliers (en premier lieu, l'habitation propre) et des crédits

GRAPHIQUE 1 STRUCTURE DU QUESTIONNAIRE DE L'ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER DES MÉNAGES



Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

hypothécaires qui y sont liés. Dans cette partie figurent également des informations sur d'autres actifs réels, principalement les véhicules ;

- la troisième partie porte sur les autres passifs, comme par exemple les crédits à la consommation. Une attention particulière est également accordée aux éventuelles

contraintes de crédit auxquelles les ménages ont récemment été confrontés ;

- la quatrième partie couvre les entreprises propres et les actifs financiers. Outre l'entreprise privée (y compris les activités sous statut d'indépendant) et les participations dans des entreprises non cotées en bourse, sont visés ici tous les instruments financiers dont dispose le ménage ;
- la cinquième partie porte sur l'emploi. On examine ici la situation sur le marché du travail des membres du ménage. Il s'agit du statut (actif, retraité, etc.), de la profession, du type de contrat, etc. ;
- la sixième partie traite des pensions. Ce volet vise à vérifier dans quelle mesure les membres du ménage sont couverts par des régimes de pension légaux ou complémentaires ;
- la septième partie, relative aux revenus du ménage, s'intéresse à toutes les sources de revenus, allant des revenus du travail aux allocations en tout genre et à d'autres sources de revenus (par ex. les revenus de placements) ;
- la huitième partie concerne les transferts intergénérationnels. Il s'agit tant d'héritages que de donations ;
- la neuvième partie, relative à la consommation, est assez limitée. Ce volet comporte des questions quantitatives sur la consommation de nourriture et de boissons, ainsi que des questions plutôt qualitatives sur les dépenses en général et sur la proportion de ces dépenses par rapport au revenu.

C'est la personne qui est le plus au courant des finances du ménage qui a répondu aux questions. Cette personne est normalement, c'est-à-dire si elle fait partie du ménage (et n'est pas par exemple un comptable extérieur ou un tuteur), également la personne de référence du ménage dans le cadre de l'étude. Certaines caractéristiques individuelles qui subdivisent les ménages portent sur cette personne (par exemple l'âge et la formation).

Le présent article utilise les résultats partiels et provisoires portant sur la deuxième et la quatrième partie du questionnaire, à savoir les actifs, tant réels que financiers, des ménages. Les réponses à plusieurs questions spécifiques ad hoc concernant l'incidence de la crise financière sur les décisions des ménages en matière de patrimoine (par exemple la composition du patrimoine avant la crise, les glissements opérés durant la crise, et le changement de comportement à la suite de la crise) ont été plus spécifiquement analysées. Les informations tirées des premier et

cinquième volets (caractéristiques du ménage, données démographiques et informations relatives à la situation sur le marché du travail) sont utilisées pour analyser les différences entre les ménages en matière d'actifs réels et financiers.

2. Appétence pour le risque et composition du patrimoine

Cette partie analyse la composition du patrimoine des ménages, à commencer par l'appétence des ménages pour le risque dans la prise de décision en matière financière. Cette appétence pour le risque influence en effet la composition du patrimoine.

2.1 Appétence pour le risque dans la prise de décision en matière financière

L'appétence pour le risque dans la prise de décision en matière financière joue un rôle crucial dans tous les modèles théoriques des marchés financiers. Elle est un facteur explicatif important dans le cadre des constatations empiriques relatives au comportement financier des ménages.

C'est pourquoi l'enquête sur le comportement financier des ménages sonde explicitement leur appétence pour le risque. La question posée était la suivante : « *Laquelle des propositions suivantes décrit le mieux l'ampleur du risque financier que vous êtes prêt à prendre lorsque vous épargnez ou investissez ?* ». Les ménages participants pouvaient choisir entre les réponses suivantes :

- *Je prends des risques financiers importants dans l'espoir d'obtenir des rendements importants*
- *Je prends des risques financiers au-dessus de la moyenne dans l'espoir d'obtenir des rendements au-dessus de la moyenne*
- *Je prends des risques financiers moyens et m'attends à des rendements moyens*
- *Je ne souhaite prendre aucun risque financier.*

Des 2 343 ménages qui ont répondu à cette question, la très grande majorité (70,7 %) affirme ne vouloir prendre aucun risque. En outre, 23,9 % prennent des risques financiers moyens, tandis que 4,7 % souhaitent prendre des risques au-dessus de la moyenne. Seuls 0,8 % des sondés (19 ménages) déclarent prendre des risques financiers importants. En raison de la taille importante de la catégorie qui ne souhaite prendre aucun risque, et du fait que les trois autres catégories sont beaucoup plus réduites, le présent article consacre une partie distincte à

la comparaison entre cette grosse catégorie de ménages réticents à prendre des risques et l'ensemble des trois autres catégories, de moindre envergure.

L'appétence pour le risque dans la prise de décision en matière financière est liée à des facteurs (presque) entièrement exogènes comme l'âge et le niveau de formation. Cette appétence s'explique également par des conditions socioéconomiques, telles que la propriété de son propre logement, ainsi que par la situation familiale (personne de référence isolée ou en couple, avec ou sans autres membres de la famille à sa charge).

Les ménages les plus jeunes (âge de la personne de référence) ne sont généralement pas enclins à prendre des risques financiers, leurs ressources et leurs sources de revenus étant encore très restreintes. Dans la large catégorie de la tranche d'âge moyenne (de 25 à 64 ans), c'est-à-dire l'âge auquel l'on est susceptible d'être actif, l'appétence pour les risques financiers est accrue. Après 65 ans, lorsque certaines sources de revenus sont susceptibles de disparaître et que l'horizon temporel se réduit, l'appétence pour le risque diminue de nouveau.

Abstraction faite des ménages dont la personne de référence n'a pas de diplôme (dans l'enquête, il s'agit d'un petit nombre de ménages), la part des ménages qui ne souhaitent prendre aucun risque baisse avec le niveau de formation. Les personnes ayant suivi des

TABLEAU 1 APPÉTENCE DES MÉNAGES POUR LE RISQUE DANS LEURS DÉCISIONS EN MATIÈRE D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT

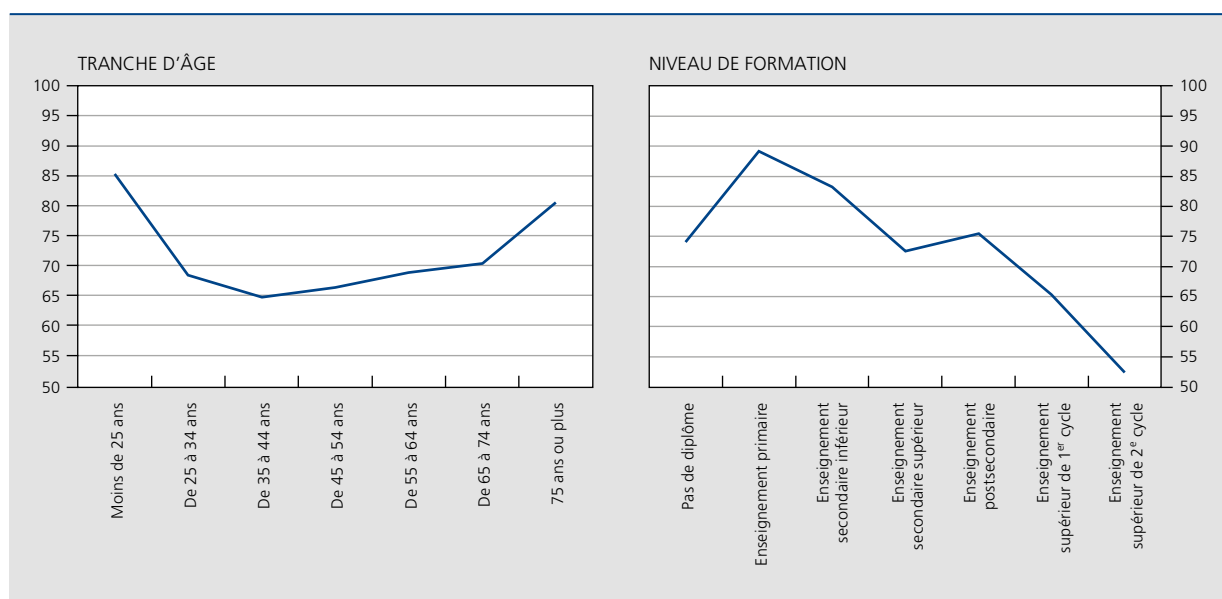
(en pourcentage de l'ensemble des ménages participants qui ont répondu à la question)

	Pourcentage	Nombre
Prend des risques financiers importants dans l'espoir d'obtenir des rendements importants	0,8	19
Prend des risques financiers au-dessus de la moyenne dans l'espoir d'obtenir des rendements au-dessus de la moyenne	4,7	109
Prend des risques financiers moyens et s'attend à des rendements moyens	23,9	559
Ne souhaite prendre aucun risque financier	70,7	1 656
Total	100,0	2 343

Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

GRAPHIQUE 2 MÉNAGES QUI NE SOUHAITENT PAS COURIR DE RISQUES FINANCIERS DANS LEURS DÉCISIONS EN MATIÈRE D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT

(pourcentages des ménages concernés qui ont répondu à la question)



Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

TABEAU 2 APPÉTENCE DES MÉNAGES POUR LE RISQUE DANS LEURS DÉCISIONS EN MATIÈRE D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT

(ventilée en fonction de la location ou non de son propre logement, pourcentages des ménages concernés qui ont répondu à la question)

	Ne doit pas louer son propre logement	Loue son propre logement	Total
Prend des risques financiers importants	0,8	0,7	0,8
Prend des risques financiers au-dessus de la moyenne	5,1	3,3	4,7
Prend des risques financiers moyens	27,2	12,9	23,9
Ne souhaite prendre aucun risque financier	66,9	83,1	70,7
<i>p.m. Nombre de ménages</i>	1 792	551	2 343

Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

Les conditions socioéconomiques, qui sont illustrées ici par la location ou non d'un logement (selon que l'on est ou non propriétaire de son logement), revêtent également de l'importance. Les ménages qui ne doivent pas louer un logement, soit qu'ils sont propriétaires, soit qu'ils peuvent occuper le logement gratuitement, sont relativement moins présents dans la catégorie qui ne souhaite prendre aucun risque, et relativement plus présents dans chacune des trois catégories qui souhaitent prendre des risques financiers moyens ou au-dessus de la moyenne.

Enfin, la situation familiale contribue à déterminer l'appétence pour le risque. Les couples qui peuvent répartir les tâches au sein du ménage et disposent souvent de plusieurs sources de revenus sont relativement plus enclins à prendre des risques financiers que les isolés. Indépendamment de la situation familiale, les ménages dont la personne de référence a un emploi sont plus enclins à prendre des risques.

2.2 Composition du patrimoine des ménages

Ce paragraphe examine la composition du patrimoine des ménages. Outre d'autres caractéristiques démographiques des ménages, l'appétence des ménages pour le risque dans la prise de décision en matière financière joue

études supérieures appréhendent relativement mieux le lien entre le risque et le rendement escompté, et disposent de revenus relativement plus importants pour en investir une partie moyennant un certain degré de risque.

ici un rôle. Dans l'enquête auprès des ménages, les types d'actifs des ménages sont répartis en sept catégories :

- une première catégorie intitulée « comptes auprès d'organismes financiers » comprend les comptes, dépôts bancaires, contrats d'assurance-vie et contrats d'assurance pension privée ;
- une deuxième catégorie intitulée « actions et fonds d'actions » comprend les actions individuelles et les fonds de placement en actions ;
- une troisième catégorie intitulée « obligations d'État nationales » comprend les obligations d'État du pays de résidence et les fonds de placement en obligations non spéculatifs ;
- une quatrième catégorie intitulée « autres valeurs mobilières risquées » comprend les obligations de sociétés, les obligations (étrangères) souveraines à risque, les fonds spéculatifs et autres ;
- une cinquième catégorie intitulée « biens et fonds immobiliers » comprend la résidence principale du ménage (s'il en est propriétaire) et les autres propriétés immobilières, ainsi que les fonds de placement immobilier ;
- une sixième catégorie intitulée « entreprises privées et participations » comprend les entreprises privées et des participations dans des entreprises non cotées en bourse ;
- une septième catégorie intitulée « autres actifs réels » comprend les voitures et autres véhicules, les objets de valeur (comme les œuvres d'art et les bijoux), etc.

Nous présentons d'abord un aperçu de la part de ménages qui possède une certaine catégorie d'actifs, ventilé par type de ménage. Une distinction est opérée en fonction de l'état civil de la personne de référence du ménage : les isolés (la personne de référence n'a jamais été mariée, est divorcée, est veuf/veuve) et les couples (la personne de référence est mariée ou cohabitante). De plus, le présent article examine si, outre l'isolé ou le couple, le ménage interrogé comprend d'autres personnes (à charge).

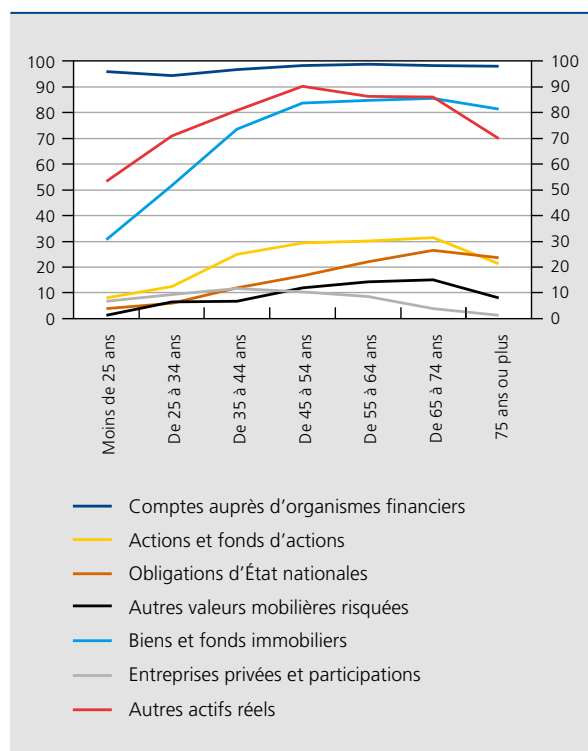
Presque tous les ménages interrogés ayant répondu à la question détiennent des actifs sur des comptes auprès d'organismes financiers (97,6 %). Plus de trois quarts des ménages participants (77,3 %) possèdent des biens immobiliers ou des parts de fonds de placement immobilier : c'est relativement plus le cas des couples (mariés ou cohabitants), qu'il y ait ou non d'autres membres de famille à charge. La grande majorité (81,3 %) des

ménages interrogés a aussi d'autres actifs réels. Comme il s'agit principalement de véhicules, la proportion de couples, mais également d'isolés ayant charge de famille, est relativement plus importante. Un quart (25,6 %) des ménages participants possède des actions ou des fonds d'actions. Cette catégorie comporte aussi relativement plus de couples que d'isolés, ce qui vaut également pour les obligations d'État, détenues par 18 % de ces ménages. Un dixième (10,6 %) des ménages possède d'autres titres à risque ; à ce propos, il est frappant de constater que tant les isolés que les couples détiennent plus souvent ces titres s'ils n'ont pas de charge de famille, et qu'ils peuvent donc se permettre de prendre davantage de risques. Dans l'échantillon de l'enquête, 7,7 % des ménages ont une entreprise privée ou une participation dans une entreprise : il s'agit relativement plus souvent de familles comportant des membres de famille à charge autres que l'isolé ou le couple proprement dit.

Si nous ventilons les ménages par tranche d'âge de la personne de référence, il s'avère que toutes les catégories d'âge détiennent de manière à peu près égale des comptes auprès d'organismes financiers.

GRAPHIQUE 3 COMPOSANTES DU PATRIMOINE DES MÉNAGES AYANT PARTICIPÉ À L'ENQUÊTE

(pourcentages des ménages qui ont répondu à la question, ventilés selon la tranche d'âge de la personne de référence)



Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

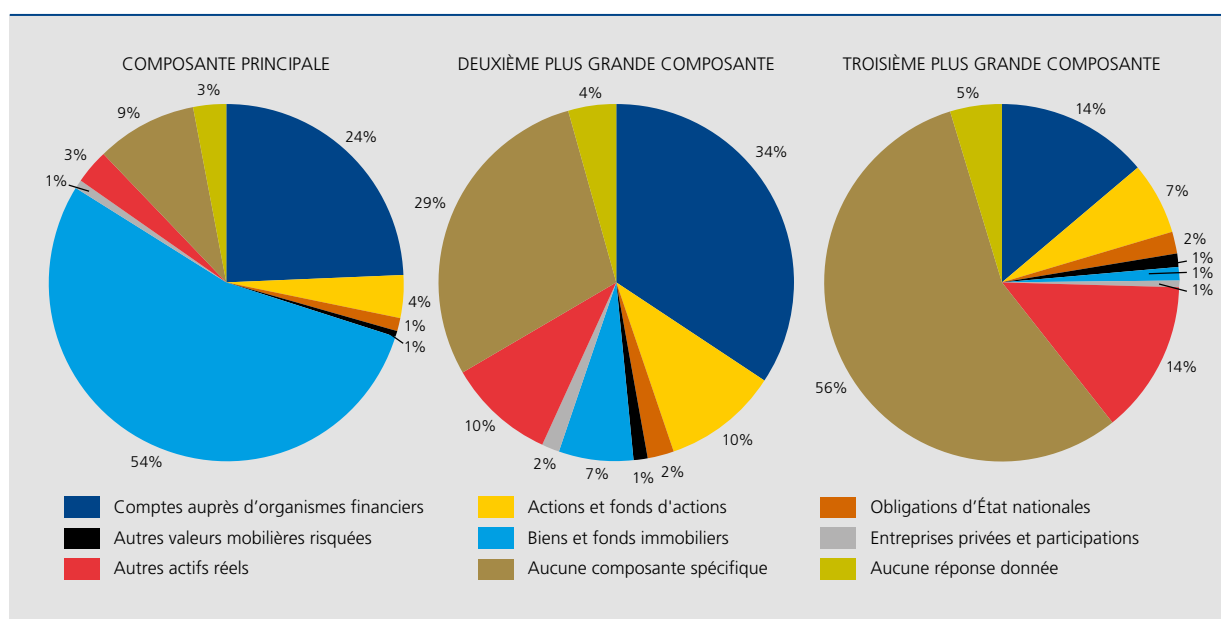
En matière de patrimoine immobilier, l'âge constitue une donnée-clé. Les jeunes ménages possédant des biens immobiliers sont plus rares. Moins de la moitié des ménages participants de moins de 35 ans (âge de la personne de référence) sont propriétaires, contre plus de 80 % des ménages de plus de 45 ans. D'une manière générale, le patrimoine immobilier augmente continuellement avec l'âge jusqu'à 75 ans, avant de baisser légèrement. Toutes les catégories de patrimoine régressent d'ailleurs à partir de cet âge. Le patrimoine augmente moins, voire cesse de s'accroître et les ménages se défont progressivement de leurs biens soit pour subvenir à leurs propres besoins, soit du fait de donations. Les autres actifs réels évoluent de façon comparable avec l'âge des ménages, à ceci près qu'ils apparaissent un peu plus souvent à un plus jeune âge et augmentent moins avec l'âge.

Seul un nombre limité de jeunes ménages détiennent des actions et des fonds d'actions. Ces types d'instruments sont plus fréquents auprès des ménages âgés de 35 à 64 ans, la tranche d'âge durant laquelle on travaille le plus, on engrange le plus de revenus et on constitue l'essentiel de son patrimoine. De plus, ces ménages disposent encore d'une perspective à long terme, qui justifie la prise de risques des placements en actions. Passé 75 ans, les avoirs en actions diminuent de manière significative. Les avoirs en obligations d'État nationales, quant à eux, augmentent de manière linéaire avec la catégorie d'âge.

C'est auprès des investisseurs âgés de 65 à 74 ans que ces obligations rencontrent le plus de succès. Dans le cas de ces titres également, on observe un recul dans la tranche d'âge la plus élevée (75 ans et plus). Les entreprises privées et les participations se retrouvent principalement auprès des ménages âgés de 35 à 44 ans, la tranche d'âge au cours de laquelle l'esprit d'entreprise est vraisemblablement le plus marqué et qui est la plus susceptible de disposer des moyens financiers nécessaires à un tel investissement. Cette composante du patrimoine diminue dès l'âge de 45 ans. La possession d'autres valeurs mobilières risquées croît aussi légèrement avec l'âge, pour toutefois chuter sensiblement à partir de 75 ans.

Les ménages interrogés ont été invités à préciser quelles étaient le premier, le deuxième et le troisième élément le plus important de leur patrimoine deux ans avant l'enquête, c'est-à-dire au début des turbulences financières. À cette question, 54 % des ménages participants ont répondu que la partie la plus importante de leur patrimoine était de l'immobilier (en ce compris leur propre logement) ou des fonds de placement immobilier. Ce constat est évidemment à mettre en rapport avec le nombre élevé de propriétaires en Belgique. Pour 24 % des ménages, le patrimoine se composait principalement de comptes auprès d'organismes financiers. En revanche, 9 % des ménages n'ont pas été en mesure d'épingler une composante spécifique de leur patrimoine. C'est dans ces deux catégories,

GRAPHIQUE 4 PRINCIPALES COMPOSANTES DU PATRIMOINE DES MÉNAGES AYANT PARTICIPÉ À L'ENQUÊTE
(pourcentages de l'ensemble des ménages interrogés)



Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

en particulier la dernière, que se situent vraisemblablement les ménages les moins nantis. Les ménages dont la principale catégorie du patrimoine est constituée d'autres actifs réels (soit 3 % des participants) sont vraisemblablement aussi des ménages à revenu relativement limité. Pour 4 % des ménages, le patrimoine est constitué surtout d'actions et de fonds d'actions; ces ménages font vraisemblablement partie des ménages plus nantis. De petits groupes de ménages (représentant chacun environ 1 % de l'ensemble des participants) détiennent leur patrimoine principalement sous forme d'entreprises privées ou de participations, d'obligations publiques nationales, ou encore de valeurs mobilières plus risquées. Enfin, 3 % des ménages interrogés n'ont pas répondu à la question. Si 9 % des ménages n'ont pu indiquer aucune composante principale spécifique de leur patrimoine, ce pourcentage grimpe à 29 % et 56 % en ce qui concerne les deuxième et troisième plus importantes composantes. L'immobilier est rarement cité comme deuxième (7 %) ou troisième (1 %) composante du patrimoine. En revanche, les actions et fonds d'actions (10 % et 7 %), de même que les autres actifs réels (10 % et 14 %) sont plus souvent épinglés comme deuxième et troisième plus importantes composantes du patrimoine.

Combiner les données relatives aux deux premières composantes du patrimoine déclarées permet de se faire une meilleure idée de la composition globale du patrimoine des ménages. Le patrimoine du principal groupe de ménages (33,7 % des ménages ayant répondu à la question) se présente en premier lieu sous la forme de biens immobiliers ou de fonds de placement immobilier et en second lieu sous forme de comptes dans des organismes

financiers. Ce groupe comporte relativement peu d'isolés sans charge de famille. Ces derniers sont par contre surreprésentés dans le deuxième groupe, qui comprend au total 12,2 % des ménages répondants, et dont le patrimoine se compose surtout de comptes auprès d'organismes financiers, sans indication d'une deuxième composante spécifique du patrimoine. Les isolés, avec ou sans charge de famille, sont également surreprésentés dans le groupe des ménages qui n'ont indiqué aucune composante spécifique principale et, a fortiori, aucune deuxième composante. Ce groupe comprend au total 9,9 % des ménages. Sans surprise, on trouve donc un nombre relativement important d'isolés dans les ménages que l'on suppose être moins nantis. Pour 8 % des ménages interrogés, le patrimoine se compose en premier lieu de biens immobiliers et de fonds de placement immobilier, et en deuxième lieu d'actions et de fonds d'actions. Parmi ces ménages vraisemblablement plus fortunés figurent principalement des couples, avec ou sans charge de famille. Un cinquième groupe de ménages (7,3 % des participants) dispose d'un patrimoine composé principalement de biens immobiliers et d'autres actifs réels. On y retrouve un nombre relativement plus élevé de ménages ayant charge de famille, qu'il s'agisse de couples ou d'isolés. Ils ont, proportionnellement parlant, davantage besoin de véhicules, lesquels constituent la principale catégorie d'actifs dans le groupe des autres actifs réels. Toutes les autres combinaisons possibles des deux principales composantes du patrimoine représentent chacune moins de 5 % des ménages. Prises conjointement, elles totalisent 28,9 % des ménages interrogés. Plus de deux tiers des ménages relèvent donc de l'une des cinq catégories énumérées ci-dessus.

TABLEAU 3 COMBINAISONS LES PLUS FRÉQUENTES DES DEUX PREMIÈRES COMPOSANTES DU PATRIMOINE

(pourcentages des ménages concernés qui ont répondu à la question)

	Ensemble des ménages	Isolés		Couples	
		sans charge de famille	avec charge de famille	sans charge de famille	avec charge de famille
Immobilier / Comptes bancaires	33,7	24,4	33,7	40,5	37,5
Comptes bancaires / Pas d'autre composante spécifique	12,2	18,6	11,0	8,4	9,6
Pas de composante spécifique / Pas d'autre composante spécifique	9,9	14,0	15,6	5,0	6,2
Immobilier / Actions	8,0	5,8	4,4	11,0	10,2
Immobilier / Autres actifs réels	7,3	4,3	9,0	5,2	11,4
Autres combinaisons	28,9	33,0	26,3	30,0	25,1

Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

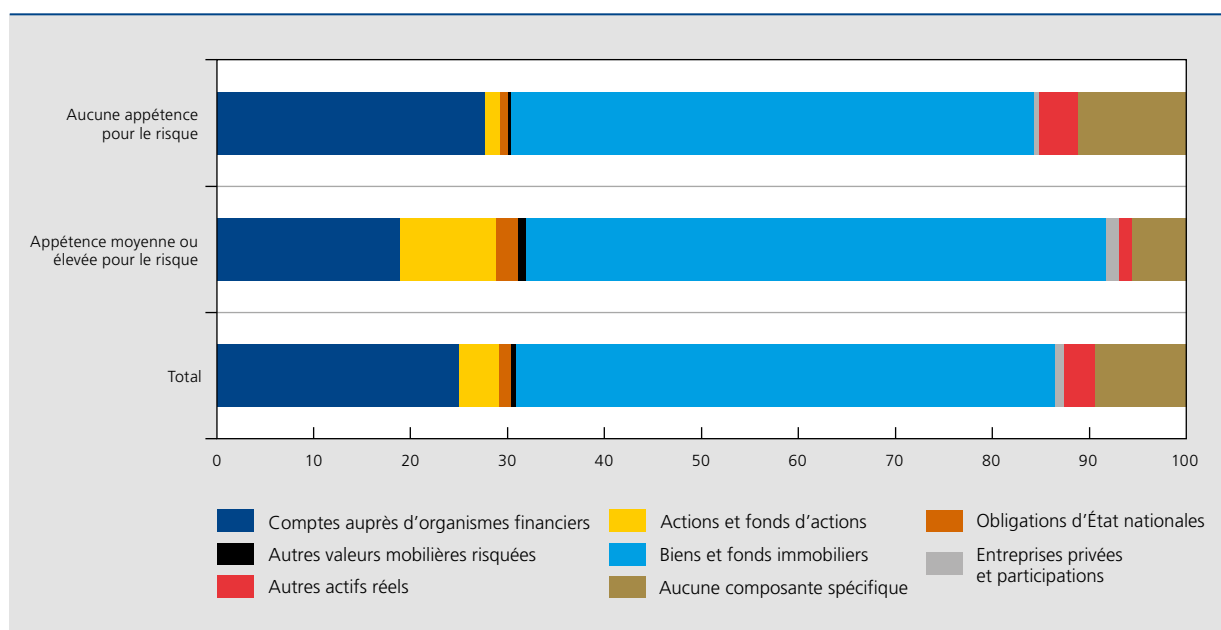
Le comportement des ménages face au risque a été présenté dans l'une des sections précédentes du présent article. Ce comportement influence la composition du portefeuille patrimonial des ménages. À cet égard, il n'est pas étonnant que les ménages qui sont disposés à courir un certain risque dans la prise de décision en matière financière investissent davantage dans des actions et des fonds d'actions. Ce type d'actifs est le plus important pour 10 % de ces ménages, alors que ce n'est le cas que pour 1,5 % des ménages qui ne souhaitent courir aucun risque. Le patrimoine de ces derniers se présente davantage sous forme de comptes bancaires. Il s'agit de la composante principale pour 27,7 % d'entre eux, contre 18,9 % des ménages disposés à courir un certain risque.

Les réponses à la question sur la principale composante du patrimoine peuvent être ventilées en fonction de la catégorie d'âge de la personne de référence du ménage. Il s'avère que plus d'un tiers (36,2 % des répondants) des ménages les plus jeunes (moins de 25 ans) détient son patrimoine à titre principal en comptes auprès d'organismes financiers. Un deuxième groupe de 14,5 % de ces jeunes ménages détient en premier lieu d'autres actifs réels. L'importance de ces types d'actifs diminue avec l'âge. Les ménages en âge de travailler (personne de référence) ont tendance à investir davantage dans l'immobilier et, dans une mesure légèrement moindre, en actions et obligations ou en fonds de placement dans ces actifs sous-jacents.

Ces ménages, qui disposent à la fois de sources de revenus et d'une perspective à long terme, se constituent un patrimoine. En ce qui concerne la catégorie la plus âgée (65 ans et plus), l'importance de l'immobilier diminue et la part représentée par les comptes auprès d'organismes financiers augmente. Ces ménages ont une perspective à moins long terme.

Abstraction faite des ménages qui n'ont pas répondu à la question, et de ceux qui ont cité les autres biens corporels ou qui n'ont cité aucune composante spécifique à titre de principale composante de leur patrimoine, la répartition des principales composantes peut être comparée à la part représentée par ces types d'actifs dans les chiffres globaux des comptes financiers et des estimations du patrimoine immobilier. Ces données macroéconomiques sont celles arrêtées au 30 juin 2008, puisque la question concerne le patrimoine des ménages deux ans avant l'enquête, laquelle s'est déroulée aux deuxième et troisième trimestres de 2010. Ainsi, il apparaît par exemple que pour 64 % des ménages concernés, le patrimoine est constitué surtout de biens immobiliers et de fonds de placement immobilier, qui représentent 58 % de l'ensemble du patrimoine des ménages belges, estimé à 1 680 milliards d'euros au 30 juin 2008. Par ailleurs, pour un deuxième groupe de 29 % des ménages ayant participé à l'enquête, la principale composante du patrimoine consiste en comptes auprès d'organismes financiers.

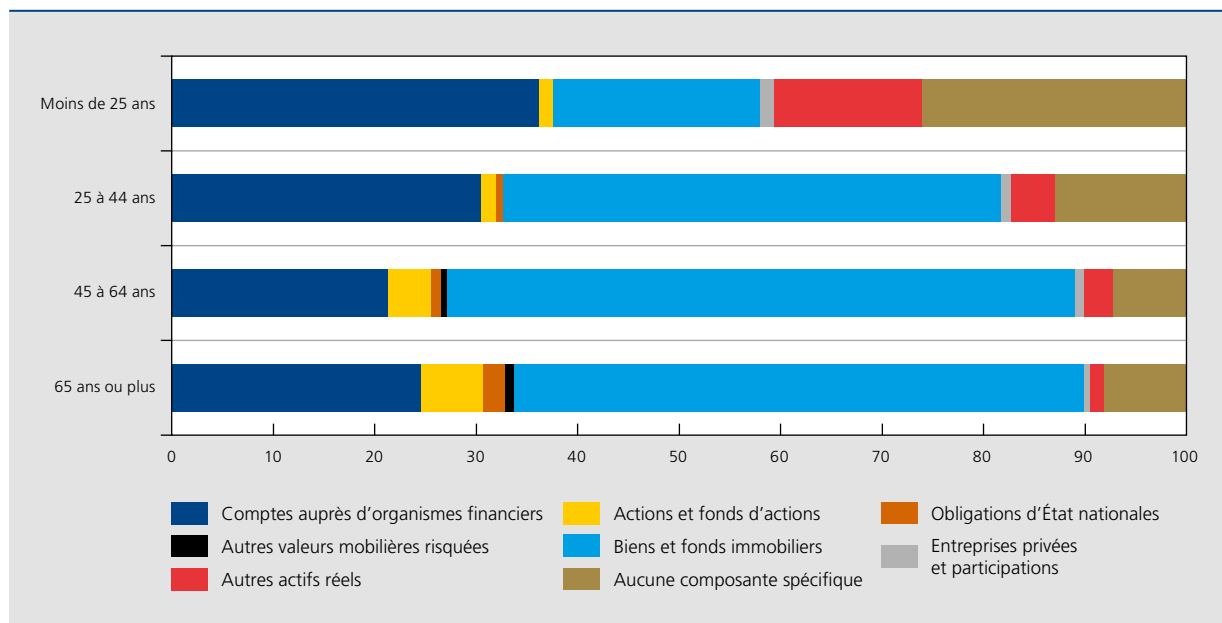
GRAPHIQUE 5 PRINCIPALES COMPOSANTES DU PATRIMOINE DES MÉNAGES, VENTILÉES EN FONCTION DE L'APPÉTENCE POUR LE RISQUE (pourcentages des ménages concernés qui ont répondu à la question)



Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

GRAPHIQUE 6 PRINCIPALES COMPOSANTES DU PATRIMOINE DES MÉNAGES, VENTILÉES PAR CATÉGORIE D'ÂGE

(pourcentages de l'ensemble des ménages participants qui ont répondu à la question)



Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

Ces comptes constituaient au 30 juin 2008 28 % du patrimoine total des ménages. L'on constate une correspondance similaire pour les autres groupes d'actifs. Bien que ces deux mesures ne soient, bien entendu, pas directement comparables, ce constat indique tout de même qu'il n'y a, à première vue, pas de contradiction entre les données issues des comptes financiers et celles (partielles et provisoires) qui ressortent de l'enquête menée auprès des ménages. Les données tirées de l'enquête microéconomique constituent donc un complément d'information pertinent par rapport aux données macroéconomiques provenant des comptes financiers.

3. Évolution du patrimoine des ménages

Après l'analyse de la composition du patrimoine des ménages et des déterminants des divergences entre les ménages, nous abordons dans la présente section l'évolution de ce patrimoine, laquelle sera illustrée par des résultats de l'enquête. Bien que cette enquête n'ait encore été menée qu'une seule fois et qu'il ne soit donc pas encore possible de procéder à des comparaisons par rapport aux éditions ultérieures, elle permet néanmoins de dégager des informations pertinentes. Lors des entretiens, qui ont eu lieu entre avril et septembre 2010, il a en effet été demandé aux ménages de décrire

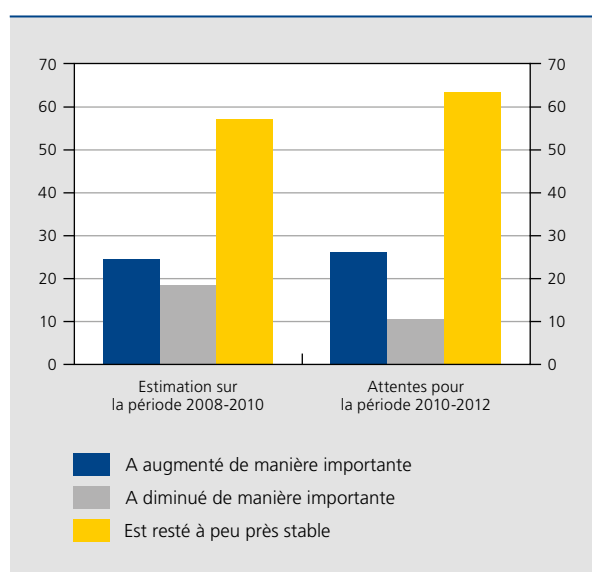
l'évolution de leur patrimoine au cours des deux années précédentes. Pour plus de simplicité, nous nommerons ces deux années la période 2008-2010. Cette période est celle où l'on peut trouver d'éventuels effets de la crise financière. Par ailleurs, les ménages ont également dû répondre à des questions relatives à leurs anticipations pour les deux années suivant l'entretien, et au comportement financier qu'ils comptaient adopter. Par souci de simplicité, nous nommerons ces deux années la période 2010-2012. C'est celle au cours de laquelle apparaissent d'éventuels changements de comportement induits par la crise financière.

3.1 Évolution globale du patrimoine des ménages

L'une des questions ad hoc posées aux ménages afin d'analyser l'incidence de la crise financière était la suivante : « Examinons maintenant la valeur nette de votre patrimoine / du patrimoine de votre ménage, c'est-à-dire tout ce que vous possédez moins tout l'argent que vous devez. Depuis deux ans, la valeur nette de ce patrimoine a-t-elle globalement augmenté ou diminué de manière importante ou est-elle restée à peu près stable ? ». La réponse à cette question donne donc une idée de la manière dont les ménages évaluent l'incidence de la crise financière sur l'évolution de leur patrimoine global.

GRAPHIQUE 7 ÉVOLUTION DU PATRIMOINE NET DES MÉNAGES

(pourcentages de l'ensemble des ménages participants qui ont répondu à la question)



Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

Il ressort des résultats de l'enquête que le patrimoine net de 57,2 % des ménages participants est resté à peu près stable entre 2008 et 2010. Il n'en demeure pas moins qu'un nombre non négligeable de ménages ont vu leur patrimoine évoluer de manière différente. Un quart des ménages répondants constatent que leur patrimoine a augmenté de manière importante au cours de cette période. Par contre, 18 % d'entre eux ont vu leur

patrimoine diminuer de manière importante. Même si ce chiffre ne peut être comparé aux résultats d'une autre période, cette proportion semble relativement élevée. Elle n'est en effet guère plus faible que celle des ménages dont le patrimoine a fortement augmenté, et ce pour une variable qui (dans des circonstances normales) présente une nette tendance haussière. Les estimations pour la période 2010-2012 montrent en effet que quelque 10 % à peine des ménages anticipent une vive diminution de leur patrimoine net, tandis que plus d'un quart d'entre eux considèrent que leur patrimoine va sensiblement augmenter. Globalement, il appert que les séries temporelles macroéconomiques globales relatives à l'évolution du patrimoine peuvent masquer des différences considérables d'un ménage à l'autre.

Commençons par examiner la manière dont les ménages ont jugé l'évolution de leur patrimoine au cours de la période 2008-2010, et plus particulièrement en quoi l'évolution de leur patrimoine net total varie selon la principale composante de ce patrimoine. Tandis que 57,2 % des 2 248 ménages interrogés considèrent que leur patrimoine net est demeuré à peu près stable, ils sont – logiquement – d'autant plus nombreux (62,9 %) à être de cet avis lorsque la plus grande partie de leur patrimoine est constituée de comptes auprès d'organismes financiers. La valeur de ces actifs fluctue généralement assez peu. Il est tout aussi normal que le nombre de ménages qui investissent la plus grande partie de leur patrimoine dans des entreprises privées et des participations dans des entreprises privées, ou encore dans d'autres titres à risque, considérant que ce patrimoine est demeuré à peu près stable, soit inférieur à la moyenne. L'évolution de la valeur

TABEAU 4 ÉVOLUTION DU PATRIMOINE NET DES MÉNAGES : ESTIMATION SUR LA PÉRIODE 2008-2010

(ventilée selon la principale composante du patrimoine du ménage, pourcentages du nombre de ménages concernés qui ont répondu à la question)

	A augmenté de manière importante	A diminué de manière importante	Est resté à peu près stable	<i>p.m.</i> Nombre de ménages
Comptes auprès d'organismes financiers	18,1	19,0	62,9	564
Actions et fonds d'actions	15,1	31,2	53,8	93
Obligations d'État nationales	24,1	24,1	51,7	29
Autres valeurs mobilières risquées	27,3	27,3	45,5	11
Biens et fonds immobiliers	29,9	14,7	55,4	1 264
Entreprises privées et participations	36,8	31,6	31,6	19
Autres actifs réels	20,6	24,7	54,8	73
Aucune composante particulière	14,4	27,2	58,5	195
Total	24,6	18,2	57,2	2 248

Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

de ces actifs est en effet plus idiosyncratique et volatile. Les catégories de ménages qui sont vraisemblablement moins nantis, et dont le patrimoine consiste surtout en autres actifs réels ou ne comporte pas de composante majeure particulière, sont plus nombreux que la moyenne à se sentir appauvris durant la crise. Cette absence de réserve financière peut constituer un point d'attention pour la politique socio-économique. Le constat le plus flagrant est toutefois que près d'un tiers (31,2 %) des ménages dont le patrimoine est principalement constitué d'actions ou de fonds d'actions ont vu leur patrimoine diminuer de manière importante entre 2008 et 2010. L'évolution des cours boursiers durant cette période n'y est bien entendu pas étrangère.

Ces ménages, dont le patrimoine est constitué principalement d'actions ou de fonds d'actions, jugent apparemment que la situation ultérieure à l'entretien (2010-2012) sera à nouveau plus favorable. Leurs attentes quant à l'évolution de leur patrimoine net ne s'écartent en effet guère de la moyenne de tous les ménages confondus : les deux tiers d'entre eux environ anticipent que leur patrimoine net restera à peu près stable, tandis qu'un quart d'entre eux environ pensent qu'il va augmenter de manière importante, et quelque 10 % estiment qu'il va diminuer de manière importante. Au moment de l'entretien, les ménages dont la plus grande partie du patrimoine est investie dans des entreprises privées et dans

des participations, ou encore dans d'autres titres à risque, se montraient plus optimistes quant à l'évolution attendue de leur patrimoine : ils étaient plus nombreux que la moyenne à anticiper une augmentation importante.

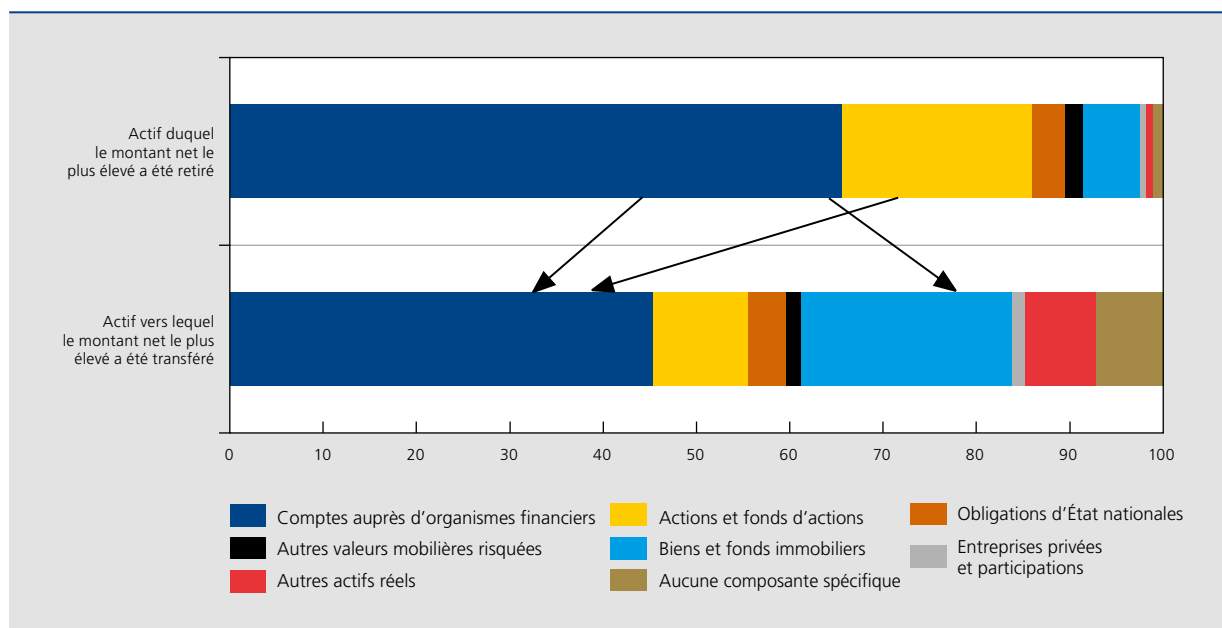
3.2 Transferts entre les composantes du patrimoine des ménages

La composition du patrimoine des ménages n'est pas influencée que par l'affectation à laquelle ils destinent leur (complément d') épargne et par l'évolution de la valeur des différents actifs, elle l'est également par les éventuels transferts que les ménages opèrent entre les différents types d'actifs de leur patrimoine et au sein de ceux-ci. De tels transferts sont notamment motivés par les anticipations quant au rendement attendu de ces actifs et par l'évaluation du risque.

L'enquête sur le comportement financier examine les transferts de patrimoine sur la base de plusieurs questions ad hoc. Durant l'entretien, il a ainsi été posé la question suivante : « De manière générale, au cours des deux dernières années, avez-vous / votre ménage a-t-il transféré de l'argent de l'un de ces types d'actifs vers un autre ? ». Sur les 2 171 ménages disposant de moyens d'épargne et ayant répondu à la question, 78,7 % répondent par la négative et 21,3 % par l'affirmative. Lorsque la personne

GRAPHIQUE 8 TRANSFERTS ENTRE LES COMPOSANTES DU PATRIMOINE DES MÉNAGES

(pourcentages des ménages concernés qui ont répondu à la question)



Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

de référence du ménage a un emploi, la part des ménages ayant procédé à un transfert de patrimoine passe à un peu plus d'un quart. De tels transferts peuvent être le signe d'une gestion active du patrimoine, que l'on associe plutôt à des personnes prêtes à courir certains risques dans leurs décisions financières. Nous constatons en effet que les ménages qui sont disposés à prendre des risques financiers moyens ou plus élevés ont, en termes relatifs, opéré plus de transferts de patrimoine: ils sont en effet 30,2 %, contre à peine 17,4 % des ménages participants qui ne veulent prendre aucun risque financier. En ce qui concerne cette dernière catégorie de ménages, cela tient sans doute à une fuite vers une plus grande sécurité (cf. infra).

À la question de savoir de quelles composantes du patrimoine les ménages ont retiré des fonds, l'enquête révèle qu'il s'agit, pour la plupart d'entre eux, des comptes auprès d'organismes financiers. Ceci s'explique par le rôle de «salle d'attente» que remplissent ces comptes avant l'acquisition d'autres actifs, mais aussi très certainement par l'incertitude entourant ces comptes à certains moments de la crise financière. Par ailleurs, une part non négligeable des ménages ont retiré le montant le plus élevé de leurs actions et fonds d'actions. Il semble ici clairement s'agir d'un mouvement de désaffectation à l'égard des actifs à risque.

En effet, à la question de savoir vers quelle composante de leur patrimoine les ménages ont transféré le montant le plus élevé, l'enquête montre qu'il s'agissait surtout d'actifs moins risqués: en premier lieu, des comptes auprès d'organismes financiers, et ensuite l'immobilier et les fonds de placement immobilier. Les transferts les plus fréquents ont été réalisés entre comptes auprès

d'organismes financiers, de ces comptes vers de l'immobilier et des fonds de placement immobilier, et d'actions et fonds d'actions vers des comptes auprès d'organismes financiers.

Ces constats ressortent du tableau croisé renseignant les composantes du patrimoine desquelles des fonds ont été retirés et les composantes auxquelles des fonds ont été ajoutés. Ce tableau montre que près d'un quart des ménages participants (27,2 % des ménages qui ont effectué un transfert) ont retiré le montant le plus élevé de comptes auprès d'organismes financiers pour le transférer sur d'autres comptes auprès d'organismes financiers. Une proportion relativement élevée d'entre eux répugne à prendre des risques financiers. Ceci illustre la crise de confiance et l'incertitude qui régnait quant à la sécurité de ces comptes, en particulier auprès de certaines banques qui se retrouvaient en mauvaise posture. La concurrence accrue entre les banques et l'arrivée de nouveaux petits acteurs sur ce marché peuvent également avoir joué un rôle. En outre, un nombre de ménages ont visiblement diversifié davantage que par le passé leurs avoirs bancaires. Le montant maximal de l'épargne protégée dans le cadre du dispositif de garantie n'y est très vraisemblablement pas étranger.

Bon nombre de ménages (13,4 % des ménages ayant répondu à cette question, avec une surreprésentation des ménages souhaitant prendre un risque moyen ou plus élevé) sont sortis des actions et des fonds d'actions et ont transféré les fonds qu'ils y détenaient vers des comptes auprès d'organismes financiers. Ceci illustre clairement la fuite vers davantage de sécurité qui a été omniprésente au cours de la crise financière.

TABLEAU 5 TRANSFERTS ENTRE LES COMPOSANTES DU PATRIMOINE DES MÉNAGES
(pourcentages des ménages concernés qui ont répondu à la question)

Entrées	Sorties	Comptes auprès d'organismes financiers	Actions et fonds d'actions	Obligations d'État nationales	Autres valeurs mobilières risquées	Biens et fonds immobiliers	Entreprises privées et participations	Autres actifs réels
Comptes auprès d'organismes financiers		27,2	13,4	2,7	1,0	3,0	0,2	0,2
Actions et fonds d'actions		8,2	1,7	0,0	0,2	1,2	0,0	0,0
Obligations d'État nationales		3,0	1,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0
Autres valeurs mobilières risquées		0,5	0,7	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Biens et fonds immobiliers		21,0	3,0	0,2	0,0	0,5	0,2	0,0
Entreprises privées et participations		1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
Autres actifs réels		6,4	1,0	0,5	0,0	0,2	0,0	0,0

Source: BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

Cependant, une part encore plus élevée des ménages (21 % des répondants) ont transféré des fonds se trouvant sur des comptes auprès d'organismes financiers vers l'immobilier et les fonds de placement immobilier. Ce mouvement a été effectué dans des proportions relativement similaires par les ménages réticents à prendre des risques et par ceux prenant des risques moyens ou plus élevés. D'une part, il y a bien sûr le rôle des comptes bancaires qui servent de « salle d'attente » avant d'investir dans d'autres actifs, dont l'immobilier. D'autre part, le nombre élevé de ménages montre également que l'immobilier était perçu comme une des dernières valeurs refuges, y compris par rapport aux avoirs détenus auprès des banques.

Il s'avère dès lors qu'il s'agit d'une double fuite vers davantage de sécurité : des actions vers les comptes bancaires et des comptes bancaires vers l'immobilier.

La plupart des autres mouvements entre les différentes composantes du patrimoine sont nettement moins fréquents. Parmi ces mouvements atypiques, deux surviennent un peu plus souvent. Certains ménages (8,2 % des répondants) ont tout de même essentiellement transféré des fonds de comptes auprès d'organismes financiers vers des actions et des fonds d'actions. Il s'agit d'un choix rationnel en cas de bas niveau des cours boursiers pour toute personne disposée à prendre des risques. D'autres ménages (6,4 %) ont surtout utilisé leurs comptes bancaires pour acheter d'autres actifs réels. Cette catégorie comprend en premier lieu les véhicules, pour lesquels des conditions de vente très intéressantes étaient proposées à certains moments. De plus, d'autres actifs réels, comme l'or, les bijoux et l'art, font, pour certains, office de valeur refuge.

Des questions ad hoc ont été posées dans l'enquête afin d'examiner si la crise financière influencera à l'avenir le comportement d'investissement des ménages. Ainsi, l'enquête comprenait la question suivante : « Parmi les types d'actifs que vous possédiez il y a deux ans, y en a-t-il dans lesquels vous ne voulez plus placer d'argent dans les conditions actuelles ? ». Des 2 295 ménages disposant d'une épargne et ayant répondu à cette question, 87 % y ont répondu négativement, tandis que 13 % y ont répondu positivement. En l'occurrence, ce sont principalement les ménages dont la personne de référence est retraitée qui ont répondu positivement à cette question (15 %). Ici aussi, l'on remarque que les ménages souhaitant prendre un risque moyen ou plus élevé et gérant leur patrimoine de manière plus active ont, en termes relatifs, voulu fuir davantage certains types d'actifs, à savoir 20,6 % de ces ménages contre 9,8 % seulement des ménages ne voulant prendre aucun risque financier. Cette dernière

catégorie de ménages de l'échantillon a vraisemblablement ressenti une méfiance générale à l'égard de toutes les formes de placement.

Lorsque l'on a demandé aux ménages ayant répondu qu'ils ne réaliseraient plus certains placements (13 %) dans quelles composantes du patrimoine ils ne souhaitaient plus investir (plusieurs composantes pouvant être indiquées simultanément), 70,8 % d'entre eux (soit 9,2 % de tous les ménages) ont répondu qu'ils éviteraient les actions et les fonds d'actions. Une partie (12 % des 13 %, soit 1,6 %) des ménages fuiraient les comptes dans des organismes financiers.

Les ménages souhaitant prendre un certain degré de risque financier et fuir certains actifs s'avèrent tout aussi méfiants à l'égard des actions et des obligations que les ménages évitant tous les risques. Les autres composantes du patrimoine sont, en termes relatifs, davantage évitées par les ménages ne souhaitant prendre aucun risque.

L'un dans l'autre, l'on note clairement que très peu de ménages ont retiré des fonds de l'immobilier pendant la crise, et que peu de ménages souhaitent désormais éviter l'immobilier comme moyen de placement. Bien que l'immobilier constitue bien sûr de manière générale un actif qui ne se prête pas à des transactions rapides et fréquentes, il s'avère que les ménages belges continuent à considérer l'immobilier comme une valeur refuge et un placement intéressant.

TABLEAU 6 COMPOSANTES DU PATRIMOINE DANS LESQUELLES LES MÉNAGES NE SOUHAITAIENT PLUS PLACER D'ARGENT

(pourcentages des 13 % des ménages voulant fuir certains actifs, plusieurs composantes par ménage étant possibles)

	Tous les ménages	Ménages ne voulant prendre aucun risque	Ménages voulant prendre des risques
Comptes auprès d'organismes financiers	12,0	13,9	10,0
Actions et fonds d'actions	70,8	70,9	70,7
Obligations d'État nationales	7,2	7,3	7,1
Autres valeurs mobilières risquées	10,7	12,6	8,6
Biens et fonds immobiliers	6,2	7,3	5,0
Entreprises privées et participations	1,0	2,0	0,0
Autres actifs réels	3,1	4,6	1,4

Source : BNB, Enquête sur le comportement financier des ménages (2010), données provisoires.

Dans quelle mesure les modifications du comportement de placement d'une partie des ménages à la suite de la crise financière se sont-elles reflétées dans les statistiques macroéconomiques sur le patrimoine global des ménages belges? La valeur totale de l'encours des actifs est passée de 1 680 milliards d'euros le 30 juin 2008 à près de 1 900 milliards d'euros le 30 septembre. Au cours de cette période, la valeur du patrimoine a donc progressé de 13 %. En dépit des glissements évoqués ci-dessus dans le patrimoine des ménages individuels, la composition du patrimoine global des ménages a peu varié, selon les comptes financiers et les estimations macroéconomiques. La part de l'immobilier dans le patrimoine total des ménages belges est passée de 58 à 59 %, alors que le poids des actions et des fonds d'actions est revenu de 4 à 2 %. L'analyse microéconomique fournie dans le présent article montre que des glissements considérables se sont en outre produits dans certains groupes de composantes du patrimoine, en particulier dans les comptes dans des organismes financiers. Ces transactions n'apparaissent pas dans les statistiques macroéconomiques. L'un dans l'autre, le comportement de placement d'une partie de la population a changé, au moins temporairement, du fait de la crise financière. Si ce changement de comportement venait à perdurer, la structure du patrimoine des ménages pourrait, lentement mais sûrement, s'en trouver modifiée.

Conclusion

Le présent article a exposé une analyse microéconomique de la constitution d'actifs par les ménages et de l'incidence de la crise financière en la matière. Dans ce cadre, des données issues d'une enquête menée auprès des ménages concernant leur comportement financier ont, pour la première fois, été utilisées. Les données partielles et provisoires de cette enquête conduisent à des résultats plausibles. Aucune contradiction n'apparaît lorsqu'ils sont comparés, fût-ce dans une mesure limitée, à des chiffres globaux tirés des comptes financiers et des estimations macroéconomiques. Les données de l'enquête constituent un complément intéressant aux informations macroéconomiques existantes, tant sur le plan statistique que sur celui de la science économique et des politiques à mener. Elles nous éclairent sur la répartition des actifs et des passifs entre les ménages, et permettent d'étudier les déterminants de cette répartition ainsi que du comportement financier des ménages.

L'appétence pour le risque dans le chef des ménages influe sur leurs décisions financières. L'enquête fournit des informations directes sur l'attitude des ménages face au risque financier et sur l'incidence en ce qui concerne leur comportement financier. Les caractéristiques démographiques

et socio-économiques du ménage jouent également un rôle. Ainsi, l'enquête apporte des précisions quant à la participation aux différentes composantes du patrimoine en fonction de l'âge, et à l'impact que peuvent avoir à cet égard des éléments tels que la composition du ménage et la position des personnes qui le composent sur le marché du travail.

L'évolution globale du patrimoine des ménages, qui peut être observée au moyen des comptes financiers et des estimations macroéconomiques, masque de fortes disparités entre les (groupes de) ménages individuels. Ceci peut avoir d'importantes conséquences économiques et peut se révéler pertinent pour les politiques tant sociale qu'économico-financière.

L'image macroéconomique bien connue selon laquelle les ménages ont, durant la crise, investi relativement plus dans des actifs considérés comme plus sûrs peut être affinée au moyen des données de l'enquête. Pendant la crise, bon nombre de ménages ont fui les actions au profit des comptes bancaires et les comptes bancaires au profit de l'immobilier. Néanmoins, cette période a également vu certains ménages investir au contraire davantage en actions. Nombreux ont par ailleurs été les ménages qui ont procédé à des transferts entre différents comptes bancaires. Certains ménages ont fui des actifs déterminés. L'appétence pour le risque et d'autres caractéristiques du ménage jouent un rôle dans ces mouvements.

L'enquête permet de dégager certains choix de portefeuille spécifiques opérés par les ménages depuis l'éclatement de la crise financière. Ainsi, un nombre notablement élevé de transferts ont été observés entre des comptes détenus dans des organismes financiers. Les réductions de positions en actions et en fonds d'actions ont été fréquentes, même si, dans le même temps, certains ménages voulaient et veulent encore investir davantage dans ces actifs. Les investisseurs belges ne sont donc pas tous devenus allergiques aux risques financiers (certes calculés). Enfin, l'immobilier continue manifestement de remplir un rôle de valeur refuge. Nombre de ménages ont retiré de l'argent de comptes bancaires pour l'investir dans ce secteur, et ils sont rares à vouloir en sortir.

Nouvelles évolutions de la gouvernance économique de l'Union européenne

E. De Prest
H. Geeroms
G. Langenus

Introduction

Les années écoulées ont douloureusement démontré que la perte de confiance des marchés financiers à laquelle ont été confrontés certains pays de la zone euro a pu rapidement contaminer d'autres États membres, avant de finalement menacer le bon fonctionnement et la stabilité de l'ensemble de la zone euro.

Déjà en 2007, avant l'émergence de la crise financière, des positions vulnérables étaient apparues au sein de la zone euro. Faute de discipline budgétaire suffisante, plusieurs pays de la zone euro s'étaient retrouvés dans une situation initiale budgétaire plutôt défavorable. En outre, l'évolution de la compétitivité et de la demande intérieure dans la zone euro présentait de fortes divergences, et la situation dans certains États membres était devenue particulièrement fragile à la suite de pertes de compétitivité structurelles ou de bulles sur les marchés de l'immobilier, associées à l'accumulation de dettes par les ménages, ou encore en raison de la fragilisation du secteur bancaire. Les décideurs et les marchés financiers ont longtemps sous-estimé l'importance de ces déséquilibres macroéconomiques. La coordination des politiques économiques n'était pas à la hauteur des ambitions: les règles budgétaires faisaient l'objet d'une interprétation et d'une application trop souples, la surveillance macroéconomique de la politique structurelle était trop peu rigoureuse, les recommandations étant non contraignantes et les instruments en matière de contrôle du respect des règles en vigueur défaillants.

À l'issue de la crise financière de 2008-2009, il s'est toutefois avéré que ces déséquilibres avaient un effet déstabilisant.

Conscient de la gravité de la situation, le Conseil européen avait, dès le début de 2010, décidé de renforcer la gouvernance économique de l'Union européenne (UE), et notamment ses règles budgétaires. Le groupe de travail Van Rompuy a été créé, et la Commission européenne (CE) a formulé six propositions législatives qui ont été formellement approuvées à l'automne de 2011 sous une forme amendée par le Parlement européen et par le Conseil Ecofin («Six-Pack»). La CE a ensuite proposé deux textes législatifs supplémentaires afin de durcir la surveillance budgétaire («Two-Pack»). Par ailleurs, les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque, ont conclu un nouveau traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire. Parallèlement à ces mesures de raffermissement de la gouvernance au sein de l'UE, divers mécanismes ont été mis en place depuis le début de 2010 dans le but d'endiguer la crise de la dette, et plusieurs États membres ont bénéficié d'un financement d'urgence de la part de l'UE et du Fonds monétaire international (FMI).

Le présent article donne un aperçu des initiatives prises au niveau institutionnel de l'UE depuis le début de la crise de la dette dans la zone euro.

1. Déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro

1.1 Organisation institutionnelle de l'UEM

L'organisation institutionnelle de l'Union économique et monétaire (UEM) entre les pays de la zone euro est unique puisque la politique monétaire est unifiée alors que la politique budgétaire est en grande partie demeurée décentralisée.

Lors de la conception du cadre institutionnel de l'UEM, l'on était toutefois conscient de la nécessité de veiller à la soutenabilité des finances publiques ainsi qu'à une coordination contraignante des politiques. La coordination des politiques budgétaires et la surveillance des finances publiques ont été fixées dans des règles contraignantes, à savoir, d'une part, dans les articles du Traité sur l'UE relatifs à la nécessité d'éviter des déficits publics excessifs et à la procédure concernant les déficits excessifs et, d'autre part, dans les dispositions du pacte de stabilité et de croissance.

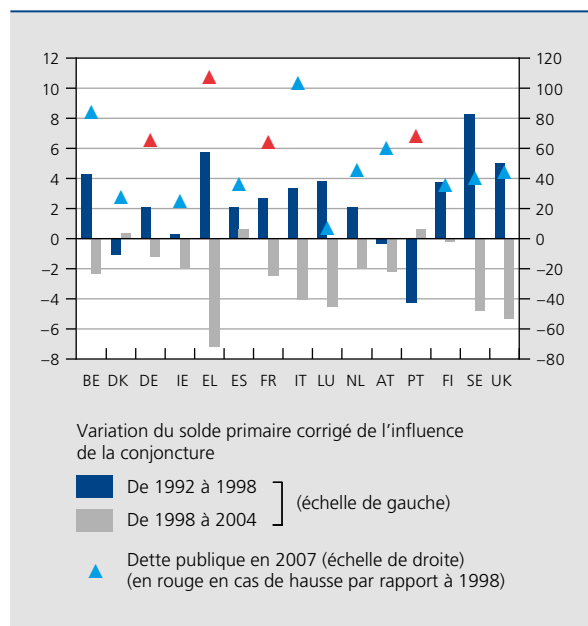
Par ailleurs, la politique structurelle, tout comme la politique budgétaire, a continué de relever de la compétence des États membres. Certes, ce domaine a aussi fait l'objet d'une certaine coordination des politiques, mais il s'agissait d'une forme de coordination « douce », dépourvue de règles contraignantes. La coordination a été organisée dans le cadre des grandes orientations des politiques économiques et des lignes directrices pour l'emploi, qui, à partir de 2005, ont été rassemblées dans les lignes directrices intégrées et qui, depuis 2010, jouent un rôle important dans la mise en œuvre de la stratégie Europe 2020.

Les programmes de stabilité et de convergence des États membres et leurs programmes nationaux de réforme concrétisent ce cadre budgétaire et macroéconomique.

1.2 Fatigue budgétaire dans les premières années qui ont suivi l'introduction de l'euro

En principe, la discipline budgétaire devait être renforcée à partir de l'introduction de l'euro, étant donné que, selon les dispositions du pacte de stabilité et de croissance, en vigueur depuis 1999, il convenait de résorber les déficits publics subsistants. Or, la réalité était tout autre. Une fois la liste des pays qui seraient les premiers à adopter l'euro arrêtée en 1998, l'on a observé un net relâchement de la discipline budgétaire. Cette fatigue budgétaire était assez généralisée : à quelques exceptions près, le solde primaire des États membres corrigé de l'influence de la conjoncture s'est fortement dégradé de 1998 à 2004. Dans nombre

GRAPHIQUE 1 FATIGUE BUDGÉTAIRE APRÈS LA DÉCISION PORTANT SUR L'INTRODUCTION DE L'EURO (pourcentages du PIB)



Source : CE.

de cas, les efforts budgétaires consentis au cours des six années précédentes pour remplir les critères de Maastricht et résorber les déficits excessifs ont été anéantis en grande partie, voire complètement.

En ce qui concerne les causes de cette non-application des règles budgétaires, l'on peut tout d'abord invoquer l'absence de fiabilité des statistiques budgétaires dans certains pays (notamment la Grèce) et des prévisions de croissance trop optimistes, impliquant une sous-estimation des déficits structurels. En outre, la réglementation était lacunaire, dans la mesure où le pacte initial de stabilité et de croissance ne précise pas clairement le délai accordé pour corriger les déficits subsistants. Enfin, des doutes ont été émis (à juste titre) quant à la bonne application des règles budgétaires de l'UE, eu égard aux larges compétences du Conseil Ecofin en la matière⁽¹⁾.

Cette absence de discipline budgétaire au cours des premières années de l'euro a entraîné, peu après le changement de millénaire, lorsque la conjoncture s'est dégradée, une première vague, encore limitée, de déficits budgétaires excessifs. La mise en œuvre de la procédure de déficit excessif, surtout en ce qui concerne les grands pays membres, s'est toutefois diluée de manière

(1) Pour une analyse plus détaillée, l'on se référera à l'article intitulé « Le pacte de stabilité et de croissance : une histoire mouvementée » (G. Langenus (2005), BNB, Revue économique, juin).

systématique, le Conseil Ecofin s'abstenant même, dans certains cas, de suivre les recommandations pourtant très souples de la CE. Lorsque, en novembre 2003, le Conseil n'a pas donné suite aux recommandations de la CE, qui voulait sommer officiellement la France et l'Allemagne de prendre des mesures pour corriger leurs déficits excessifs, les deux institutions n'ont pu éviter un conflit juridique via une procédure auprès de la Cour de justice européenne, de sorte que la procédure de déficit excessif à l'encontre de ces deux États membres – et, plus généralement, toute la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance, dans l'attente d'une révision des règles – a été suspendue de facto.

En 2005, le pacte de stabilité et de croissance a fait l'objet d'une révision formelle. L'inquiétude que le SEBC manifestait quant à cette révision s'inscrivait en vif contraste avec l'évaluation positive d'autres autorités européennes, dont la CE, lesquelles avançaient que le pacte devenait « plus intelligent » et « plus flexible ». Les autorités monétaires européennes pointaient surtout la complexité accrue de la nouvelle réglementation (nombreuses clauses d'exception et allongement général des procédures) et le net élargissement des marges d'interprétation du Conseil.

Dans la pratique, la nouvelle « souplesse » a été amplement exploitée, notamment lors de la fixation des délais pour résorber les déficits excessifs. Pour aucun État membre les sanctions financières prévues par la réglementation n'ont été ne fut-ce qu'évoquées. La plupart des pays de la zone euro se sont dès lors retrouvés dans une situation budgétaire plutôt défavorable au début de la récente Grande Récession. Ainsi, en 2007, les pays de la zone euro accusaient encore, en moyenne, un déficit budgétaire corrigé de l'influence de la conjoncture de 1,9 % du PIB, tandis que la dette publique moyenne s'élevait toujours à 66 % du PIB.

Par ailleurs, cela illustre que les positions budgétaires (surtout en termes nominaux) ne peuvent constituer les seuls indicateurs de la gouvernance européenne: en Irlande et en Espagne, par exemple, deux États membres qui allaient être durement touchés par la crise de la dette publique, la dette publique s'établissait, en 2007, bien en deçà de la valeur de référence⁽¹⁾. D'autres déséquilibres macroéconomiques s'étaient néanmoins constitués dans ces deux pays.

(1) À cet égard, il convient de noter que l'Irlande affichait déjà un déficit corrigé de l'influence de la conjoncture limité à 1,5 %, tandis que la politique budgétaire de l'Espagne allait nettement s'assouplir au cours de l'année suivante (avec une diminution du solde primaire corrigé de l'influence de la conjoncture de près de 6 % du PIB en 2008), notamment grâce à d'importantes réductions d'impôts.

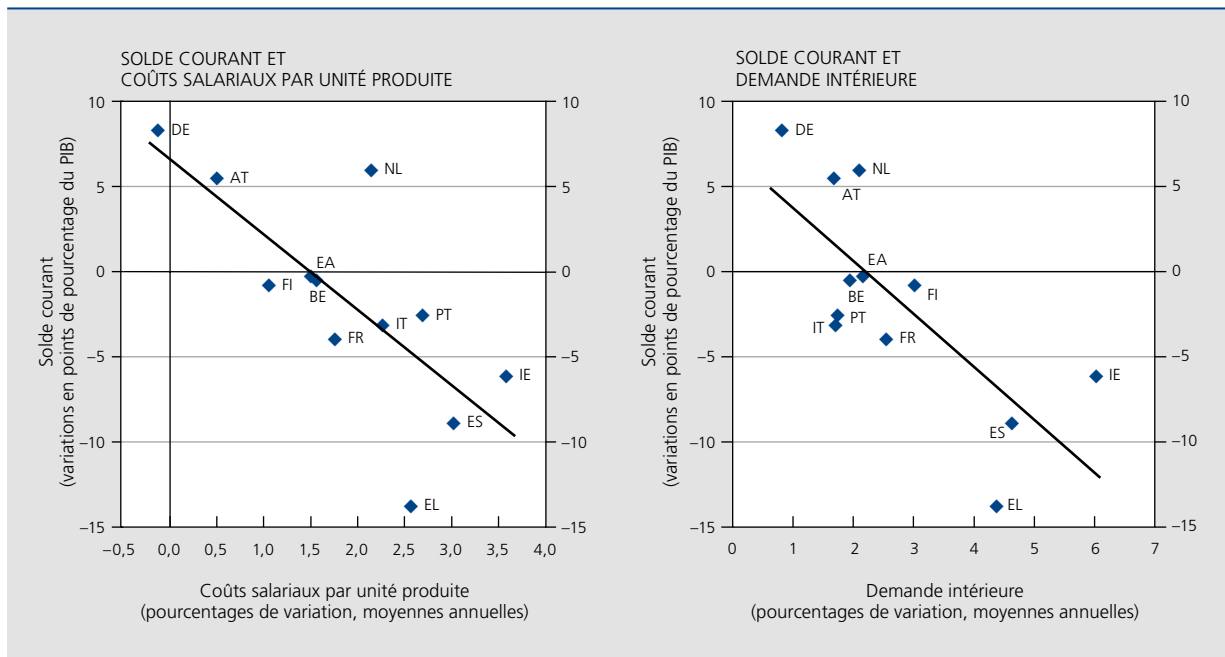
1.3 Déséquilibres macroéconomiques internes et externes persistants

En 2007, lorsqu'a éclaté la crise financière, l'on a pu constater une forte divergence de l'évolution de la compétitivité et de la demande intérieure au sein de la zone euro, certains pays étant devenus particulièrement vulnérables en raison de déséquilibres macroéconomiques persistants. Depuis l'introduction de l'euro, les coûts salariaux par unité produite avaient, dans certains États membres de la zone euro, accusé une forte augmentation relative, leur compétitivité s'étant peu à peu érodée. Parallèlement, la demande intérieure a enregistré une nette progression dans certains de ces pays, en l'occurrence en Irlande, en Espagne et en Grèce, avec souvent à la clé une forte expansion des octrois de crédits aux ménages, ainsi qu'une poussée de leur endettement, et ce, surtout dans le cas de l'Irlande et de l'Espagne, sur fond de flambée des prix des logements. De plus, les risques de crédit ont souvent été sous-appréciés par les institutions financières; or, dans certains pays, comme en Irlande, le système bancaire était devenu particulièrement fragile. À l'inverse, d'autres États membres de la zone euro, en particulier l'Allemagne, ont enregistré des gains de compétitivité substantiels, alors que la croissance de la demande intérieure et des octrois de crédits aux ménages était demeurée très modérée. Cette évolution s'est traduite par des soldes contrastés des comptes courants entre les différents pays de la zone euro.

L'on a supposé que des mécanismes d'ajustement efficaces, de nature à amener une correction de ces déséquilibres, étaient à l'œuvre au sein de la zone euro. Ainsi, l'on présumait que les effets d'une demande intérieure excessive, associée à une forte inflation et à des déficits du compte courant, seraient corrigés à terme par l'incidence négative sur la croissance d'une perte de compétitivité. Il s'est toutefois avéré par la suite que ces mécanismes d'ajustement opéraient trop faiblement (et trop tard), de sorte que l'équilibre macroéconomique dans plusieurs États membres de la zone euro a connu des perturbations persistantes.

La politique structurelle, pour sa part, n'a pas pu éviter ou, au besoin, corriger, ces graves déséquilibres macroéconomiques internes et externes au sein de la zone euro. Au niveau de l'UE, les méthodes de coordination se sont révélées trop « douces »: les recommandations n'étaient pas contraignantes et le cadre institutionnel prévoyait trop peu d'instruments de surveillance et était insuffisamment centré sur l'émergence de déséquilibres macroéconomiques et sur leurs effets de contamination potentiels à d'autres pays. Il s'en est suivi une attitude de laisser-faire qui, dans la foulée de la crise financière,

GRAPHIQUE 2 DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES DANS LA ZONE EURO AU COURS DE LA PÉRIODE 1999-2007⁽¹⁾



Source : CE.

(1) Seuls sont représentés individuellement les onze États membres de la zone euro dont le PIB était le plus important en 2011.

s'est avérée constituer une menace pour la stabilité dans la zone euro.

1.4 Incidence de la crise financière

La crise, qui s'est amorcée au milieu de 2007 et s'est transformée en crise mondiale en septembre 2008, a enclenché un processus d'ajustement dans les pays où l'expansion avait trop reposé sur des dettes, ce qui a engendré un affaiblissement de la demande intérieure et une diminution des déficits courants, au prix toutefois d'un net ralentissement de la croissance. Des gouvernements dans la zone euro ont également dû prendre d'importantes mesures budgétaires en raison de la crise, afin de limiter, dans la mesure du possible, la gravité de la récession. D'impressionnants plans de relance sont venus compléter les stabilisateurs automatiques, pour empêcher un effondrement de l'activité économique. Dans plusieurs pays, en particulier en Irlande, où le secteur financier était fortement exposé aux risques, les pouvoirs publics ont dû agir pour soutenir les banques. Cette évolution a eu une influence très négative sur la situation budgétaire, déjà plutôt défavorable au départ dans plusieurs pays.

Les marchés financiers ont réagi à la détérioration dramatique des finances publiques dans plusieurs États

membres de la zone euro en remettant de plus en plus en question la soutenabilité des positions budgétaires. Il en a résulté une sensible révision à la hausse du risque lié à la dette publique, ce qui a gonflé les rendements des obligations publiques de plusieurs pays. Dès le début de 2010, l'on a assisté à une nette augmentation des écarts de taux sur la dette publique de certains pays par rapport au Bund allemand, dans le contexte de préoccupations croissantes quant à la fiabilité des statistiques et à la soutenabilité de la dette publique grecque. L'inquiétude a ensuite gagné d'autres pays vulnérables de la zone euro, qui combinaient, à des degrés divers, une dette publique élevée avec des déficits chroniques de la balance des opérations courantes ou un système bancaire particulièrement fragilisé.

Depuis mai 2010, plusieurs mécanismes ont dès lors été mis en place afin d'endiguer la crise de la dette et de prévenir la propagation de telles crises dans le futur. Outre le financement d'urgence qui a permis à la Grèce d'emprunter 110 milliards d'euros dans le cadre d'un programme triennal, l'on a également créé, en mai 2010, le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) et le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Ceux-ci, initialement institués pour une période de trois ans (jusqu'en juin 2013), visaient à octroyer une assistance financière conditionnelle aux pays rencontrant

des difficultés pour se financer. La capacité de financement de ces deux mécanismes s'élevait, au total, à 500 milliards d'euros. Le FMI a été étroitement associé à cette assistance financière, participant à l'élaboration des conditions d'octroi des crédits et à la surveillance des plans de sauvetage et apportant une contribution additionnelle de 250 milliards d'euros. L'Irlande et le Portugal ont bénéficié d'un financement de soutien via ces nouveaux mécanismes, respectivement en novembre 2010 et en mai 2011. Initialement, un dispositif permanent, le Mécanisme européen de stabilité (MES), devait reprendre, à partir de juillet 2013, le rôle du FESF et du MESF dans l'octroi d'une assistance financière à des États membres de la zone euro. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont toutefois décidé, en décembre 2011, d'avancer la date envisagée d'entrée en vigueur à juillet 2012. À la fin de mars 2012, le plafond de la capacité commune d'octroi de crédits du FESF/MES a été relevé à 700 milliards d'euros.

La contagion transfrontalière montre que le manque de confiance qui régnait sur les marchés financiers ne s'est pas circonscrit à la soutenabilité des finances publiques, mais que des incertitudes se sont aussi fait jour quant au bon fonctionnement même de l'UEM. En effet, la coordination des politiques au niveau européen n'avait pas pu prévenir ni corriger une série de déséquilibres de natures diverses, et la crise financière a montré que, vu la forte

intégration économique et financière dans la zone euro, l'instabilité d'un pays pouvait rapidement se propager à d'autres États, mettant ainsi à mal la cohésion et la stabilité de l'ensemble de la zone euro.

2. Renforcement de la gouvernance économique dans l'UE

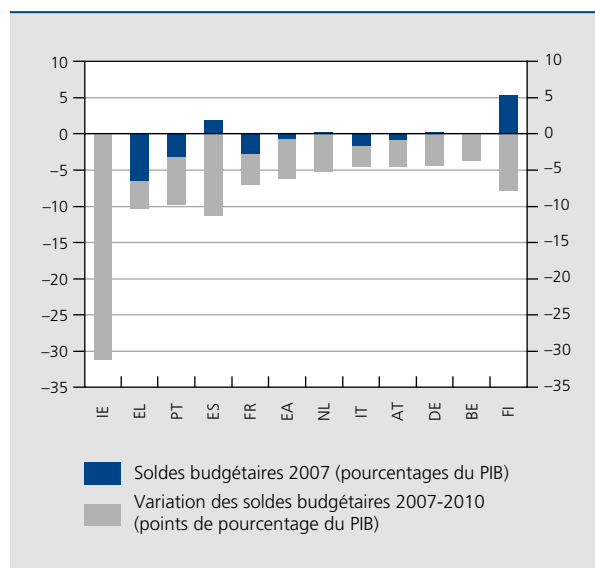
Conscients de la gravité de la situation, le Conseil européen et les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont, dès mars 2010, pris un nombre d'importantes initiatives. Ils se sont déclarés préoccupés par les finances publiques, qui devaient être ramenées à un niveau soutenable, et ont décrété qu'il fallait renforcer la coordination des politiques économiques.

Pour ce faire, un groupe de travail a été créé, sous la direction du président permanent du Conseil européen, et dès lors généralement appelé groupe de travail Van Rompuy. En étroite collaboration avec la CE, celui-ci a élaboré des propositions visant à consolider les règles budgétaires européennes et à étendre les procédures européennes de surveillance et de coordination macroéconomique. Il a également été proposé de mieux agencer les calendriers des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité et de convergence dans le cadre d'un « semestre européen ».

À la fin de septembre 2010, la CE avait déjà formulé six propositions législatives (cinq règlements et une directive) – dénommées par la suite « Six-Pack » – destinées à adapter le cadre réglementaire. Sur la base de ces propositions, ainsi que du rapport final du groupe de travail Van Rompuy, et au terme d'intenses négociations entre la CE, le Conseil et le Parlement européen (le « trilogue »), le Parlement européen a approuvé la nouvelle réglementation du « Six-Pack » le 28 septembre 2011, tandis que le Conseil Ecofin l'a avalisé le 4 octobre. L'approbation formelle par le Conseil a suivi, le 8 novembre. La réglementation étant entrée en vigueur le 13 décembre 2011, elle était déjà d'application dans le cadre du semestre européen 2012. Bien qu'il s'agisse d'une avancée en matière de coordination des politiques européennes, il convient de souligner que le Conseil a fortement édulcoré les propositions initiales durant le long processus de négociation.

Une décision politique cruciale à cet égard a été l'accord conclu par la chancelière allemande et par le président français déjà le 18 octobre 2010 à Deauville, qui prévoyait de restreindre l'application automatique des sanctions telle que le groupe de travail Van Rompuy l'avait prévue et souhaitait la proposer au Conseil

GRAPHIQUE 3 INCIDENCE DE LA CRISE FINANCIÈRE SUR LES BUDGETS DANS LA ZONE EURO^{(1) (2)}



Source : CE.

(1) Seuls sont représentés individuellement les onze États membres de la zone euro dont le PIB était le plus important en 2011.

(2) Les pays sont classés en fonction de l'ampleur de leur déficit budgétaire en 2010.

européen. La CE et la Banque centrale européenne s'étaient, tout comme l'Allemagne auparavant, déclarées partisans de sanctions plus automatiques. La Banque centrale européenne a dès lors été déçue par plusieurs éléments contenus dans l'accord de Deauville. Le désappointement a également prévalu au Parlement européen, qui a encore pu apporter quelques corrections dans le cadre du trilogue.

Toutefois, à la suite de l'aggravation de la crise de la dette, la CE et le Conseil sont assez rapidement parvenus à la conclusion qu'il était souhaitable d'aller plus loin dans la réforme de la gouvernance économique.

À la fin de novembre 2011, la CE proposait déjà deux nouveaux textes législatifs (« Two-Pack ») pour renforcer davantage la surveillance budgétaire dans la zone euro. Au moment de rédiger le présent article, ces textes étaient encore en cours de négociation dans le cadre du « trilogue » entre le Conseil, le Parlement européen et la CE.

Par ailleurs, les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque, ont conclu un nouveau traité intergouvernemental : le « traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire ». Les objectifs de celui-ci sont de raffermir encore la discipline budgétaire en instaurant des sanctions plus automatiques et une surveillance plus stricte (le « fiscal compact » ou « pacte budgétaire »), et de coordonner davantage les politiques économiques des États membres. Si ces derniers sont suffisamment nombreux à le ratifier, le traité entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2013.

2.1 Nouvelle réglementation du « Six-Pack »

2.1.1 Renforcement de la discipline budgétaire

Quatre des six textes législatifs de la nouvelle réglementation sur la gouvernance de l'UE instaurée par le « Six-Pack » portent sur les finances publiques. Tant les règles préventives que les mesures correctives prévues par le pacte de stabilité et de croissance ont été profondément modifiées. Par ailleurs, les procédures décisionnelles ont été adaptées, et des conditions minimales ont été imposées en matière de cadres budgétaires nationaux des États membres de l'UE.

a) Règles préventives du pacte de stabilité et de croissance

L'un des principaux problèmes apparus dans la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance était

que les règles préventives – visant à réaliser l'objectif d'une situation budgétaire « proche de l'équilibre ou en excédent » (avant la réforme de 2005) ou l'objectif à moyen terme fixé pour chaque pays⁽¹⁾ (« OMT », depuis la réforme de 2005) – n'incitaient pas suffisamment les États membres à respecter la discipline budgétaire.

L'obligation d'atteindre un objectif à moyen terme « sûr » pour chaque pays est maintenue, ainsi que la définition de la vitesse appropriée à laquelle cet objectif doit être réalisé (une amélioration annuelle du solde structurel de 0,5 % du PIB comme référence, ou de plus de 0,5 % du PIB pour les pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB ou qui présentent des risques accrus pour la soutenabilité de cette dette). Toutefois, les progrès accomplis pour atteindre l'objectif à moyen terme seront désormais évalués dans un cadre plus large (« évaluation globale »), où l'évolution du solde structurel restera certes le point de référence, mais où la croissance des dépenses entrera également en ligne de compte. À cet égard, le concept d'une « croissance prudente des dépenses » a été introduit.

A cet égard, l'on a recours à un taux de référence pour la croissance potentielle du PIB à moyen terme, mais une distinction est établie entre les États membres qui ont déjà atteint leur objectif à moyen terme et ceux pour lesquels ce n'est pas encore le cas. Pour les premiers, la croissance des dépenses ne peut dépasser la croissance potentielle du PIB ; pour les autres, la croissance des dépenses doit être inférieure à la croissance potentielle du PIB, l'écart à la baisse étant aligné sur la vitesse de convergence requise pour atteindre l'objectif à moyen terme. Dans les deux cas, des corrections sont apportées pour tenir compte de l'incidence budgétaire des mesures prises au niveau des recettes : des augmentations d'impôts permettent par exemple une croissance plus soutenue des dépenses, tandis que des mesures visant à réduire les recettes publiques brident encore davantage la croissance des dépenses.

Le concept des dépenses qui est utilisé pour cette nouvelle règle est toutefois défini de manière restrictive. Il ne tient pas compte des charges d'intérêts, de la composante conjoncturelle des dépenses de chômage, ni de toutes les dépenses afférentes aux programmes européens financés au moyen de fonds européens.

Tout écart par rapport à la trajectoire d'ajustement devant conduire à la réalisation de l'objectif à moyen terme propre à chaque pays donne en principe lieu à

(1) Cet objectif est proposé par les États membres eux-mêmes mais doit satisfaire à trois exigences, à savoir 1) maintenir une marge de sécurité par rapport au seuil de déficit de 3 % du PIB (sur la base de références minimales calculées par la CE) ; 2) garantir des progrès rapides vers une position budgétaire soutenable (tout en tenant compte de l'incidence budgétaire du vieillissement) ; et 3) prévoir une marge de manœuvre budgétaire suffisante, pour les investissements publics, par exemple.

un avertissement et, le cas échéant, à des sanctions ultérieures (cf. ci-après). La définition d'un écart « important » tient compte d'un critère numérique – une incidence budgétaire d'au moins 0,5 % du PIB sur une année donnée ou d'au moins 0,25 % du PIB par an en moyenne sur deux années consécutives (et ce pour des écarts concernant la baisse du déficit structurel ou la croissance des dépenses) –, tout en laissant une certaine marge d'interprétation. Ainsi, il peut être tenu compte de circonstances inhabituelles indépendantes de la volonté de l'État membre et ayant des effets sensibles sur la position budgétaire, ainsi que d'une grave récession économique. En outre, l'écart n'est pas qualifié d'important (et n'a donc pas de conséquences institutionnelles) si la position budgétaire était déjà meilleure que l'objectif à moyen terme et si la réalisation de cet objectif à la fin de la période couverte par le programme de stabilité ou de convergence n'est pas compromise. Les États membres qui, par rapport à l'objectif à moyen terme, ont déjà constitué une certaine marge de manœuvre budgétaire peuvent donc l'utiliser pour assouplir la politique budgétaire. Enfin, l'on tient également compte des réformes structurelles qui, à court terme, sont susceptibles d'exercer une incidence négative sur les positions budgétaires mais qui, à long terme, améliorent la soutenabilité des finances publiques, pour autant qu'une marge de sécurité soit préservée par rapport au seuil de 3 % du PIB que le déficit public ne peut dépasser, et que l'écart par rapport à la trajectoire d'ajustement devant conduire à la réalisation de l'objectif à moyen terme soit temporaire et reste limité à l'impact budgétaire direct de la réforme. Une attention particulière est accordée à cet égard aux réformes des retraites (par exemple le passage à des régimes capitalisés) mais sont également visées, sans plus de détails, les réformes visant à améliorer la croissance économique potentielle.

b) Mesures correctives du pacte de stabilité et de croissance

S'agissant des mesures correctives du pacte de stabilité et de croissance, la principale modification, ou du moins la plus frappante, est l'opérationnalisation du critère de la dette, qui vient s'ajouter à celui du déficit. Le critère de la dette faisait en réalité, avant même le pacte de stabilité et de croissance, déjà partie du cadre de gouvernance de l'UE, étant un des critères de convergence du « traité sur l'Union européenne » (critères de Maastricht) : si la dette publique dépasse la valeur de référence de 60 % du PIB, le ratio d'endettement doit diminuer suffisamment et s'approcher de cette valeur de référence à un rythme satisfaisant. En principe, la procédure de déficit excessif pouvait être lancée à l'encontre des États membres qui ne satisfaisaient pas à ce critère, même si leur déficit

budgétaire restait inférieur au seuil des 3 % du PIB. La baisse jugée « suffisante » et la convergence qualifiée de « satisfaisante » n'ont toutefois jamais été précisées, et ce critère est dès lors resté lettre morte.

Dans la nouvelle réglementation, la vitesse de convergence requise pour atteindre la valeur de référence est désormais chiffrée : il faut réaliser une réduction annuelle moyenne du ratio d'endettement d'un vingtième de l'écart positif par rapport à la valeur de référence de 60 %. Cette baisse doit s'opérer soit au cours des trois dernières années pour lesquelles des données sont disponibles, soit pendant la dernière année pour laquelle des données sont disponibles et durant les deux années suivantes (à l'aune des estimations de la CE).

Toutefois, si cette règle d'endettement chiffrée venait à ne pas être respectée, cela ne déclencherait pas automatiquement une procédure de déficit excessif. Tout comme c'est le cas lorsque le déficit budgétaire dépasse les 3 % du PIB, la CE doit établir un rapport dans lequel elle évalue la situation. Elle doit tenir compte, tout d'abord, de l'incidence de la conjoncture sur la réduction de l'endettement : une croissance nominale moins soutenue freine en effet cette dernière. De plus, une liste de « facteurs pertinents » entre en ligne de compte, qui renvoie entre autres, explicitement, à la trajectoire d'ajustement suivie en vue de la réalisation de l'objectif à moyen terme, au solde primaire, à la soutenabilité de la dette publique, à la qualité du cadre budgétaire national, aux garanties existantes et à l'importance des actifs financiers (notamment ceux constitués dans le cadre d'opérations visant à soutenir d'autres États membres ou le secteur financier). L'État membre concerné peut, par ailleurs, présenter lui-même d'autres éléments « pertinents » pour l'évaluation du respect des critères du déficit budgétaire et de la dette publique.

c) Procédures décisionnelles et sanctions

Outre les modifications apportées aux volets préventif et correctif du pacte de stabilité et de croissance, les procédures décisionnelles et les sanctions ont, elles aussi, été adaptées pour améliorer l'application des règles budgétaires. Le principal problème qui s'était posé jusque-là n'était en effet pas l'insuffisance de règles budgétaires ou leur manque de clarté, mais bien, comme on l'a évoqué, leur application déficiente. Comme auparavant, les sanctions financières éventuelles ne concernent que les pays de la zone euro, et non les autres États membres.

L'un des objectifs généraux du nouveau cadre de gouvernance est d'accroître le caractère automatique des procédures. Pour ce faire, une nouvelle procédure de vote a

été instaurée pour imposer effectivement et formellement des sanctions, dans le cadre de laquelle les recommandations de la CE ne peuvent être rejetées par le Conseil statuant à la majorité qualifiée que dans un délai très court (dix jours), alors qu'auparavant, elles devaient être explicitement adoptées à la majorité qualifiée. Ce vote à la « majorité qualifiée inversée » (*Reverse Qualified Majority Voting*) apparaît une fois dans le volet préventif du pacte, et dans deux dispositions de son volet correctif.

Comme évoqué plus haut, il est désormais possible de sanctionner effectivement les États membres qui ne respectent pas les règles énoncées dans le volet préventif du pacte, ce qui n'était pas le cas auparavant. De plus, le pouvoir de décision en matière de signalement précoce d'écarts budgétaires relève maintenant de la CE, même s'il ne s'agit que du lancement d'une procédure qui doit être poursuivie par le Conseil. En effet, l'imposition de sanctions éventuelles dans le cadre du volet préventif débute en principe par l'avertissement précité, c'est-à-dire si la CE juge que la convergence vers l'objectif à moyen terme est insuffisante, compte tenu également, pour rappel, de la croissance des dépenses. Le fait que la CE puisse elle-même décider de lancer un tel avertissement est une modification modeste mais, à notre avis, importante par rapport au régime précédent, en vertu duquel la CE ne pouvait que recommander de lancer un avertissement, lequel devait ensuite être explicitement adopté par le Conseil, ce qui n'était parfois pas le cas.

Un mois au plus tard après cet avertissement, le Conseil Ecofin doit examiner la situation et adresser une recommandation à l'État membre concerné afin que ce dernier prenne les mesures nécessaires. Le délai de remédiation est fixé explicitement à cinq mois maximum, et il peut être ramené à trois mois si la CE juge la situation particulièrement grave et urgente. Au cours de cette période, l'État membre doit faire rapport au Conseil sur les mesures prises.

Si l'État membre n'applique pas cette recommandation du Conseil – ou, par exemple, omet de mettre en œuvre les mesures annoncées –, le Conseil peut, sur recommandation de la CE, constater à la majorité qualifiée qu'il n'a pas été donné suite aux recommandations. Dans ce cas, la CE dispose d'un délai de 20 jours pour recommander au Conseil d'imposer une « sanction », sous la forme d'un dépôt portant intérêt s'élevant à 0,2 % du PIB de l'année précédente. Cette recommandation ne peut être rejetée par le Conseil que dans le cadre de la procédure du vote à la majorité qualifiée inversée susmentionnée. Elle peut aussi être amendée par le Conseil à la majorité qualifiée⁽¹⁾. Si le Conseil décide, sur recommandation de la CE, que l'écart budgétaire

est résorbé, le dépôt et les intérêts qu'il a produits sont restitués à l'État membre.

S'agissant du volet correctif du pacte, le régime de sanction est également adapté. La sanction peut aller d'un dépôt non rémunéré à une amende effective, avec de nouveau, dans les deux cas, un plafond fixé à 0,2 % du PIB de l'année précédente.

Vingt jours au plus tard après la constatation par le Conseil, sur recommandation de la CE, d'un déficit excessif, la CE doit recommander au Conseil d'imposer un dépôt non rémunéré. Une fois encore, cette recommandation ne peut être rejetée qu'à la majorité qualifiée inversée. Si le volet préventif du pacte a été efficace, un dépôt rémunéré a déjà, à ce stade, été imposé à l'État membre concerné, celui-ci n'ayant pas donné suite à l'avertissement de la CE. Dans ce cas, le dépôt rémunéré est converti en un dépôt non rémunéré. S'il n'y a pas eu de décision d'imposer un dépôt rémunéré, il est possible d'imposer sans délai un dépôt non rémunéré, si le non-respect des règles budgétaires est « particulièrement grave ».

La procédure de mise à l'amende qui peut s'ensuivre est, dans une large mesure, identique à celle fixée dans la réglementation précédente. Si ce n'est que, s'agissant de l'imposition proprement dite de l'amende – sur recommandation de la CE, 20 jours au plus tard après la constatation par le Conseil, sur recommandation de la CE, de l'absence de suite aux recommandations visant à résorber le déficit excessif, il est prévu de nouveau un vote à la majorité qualifiée inversée⁽²⁾. Si le Conseil conclut, sur recommandation de la CE, que le déficit excessif a disparu, le dépôt est restitué à l'État membre.

Une première étape cruciale qui, sur l'ensemble de la procédure, peut éventuellement déboucher sur la constitution de dépôts obligatoires ou sur l'imposition d'une amende, est le constat que l'État membre concerné n'a pas donné suite aux recommandations du Conseil ou qu'il existe un déficit excessif. Le Conseil dispose encore d'une certaine liberté d'interprétation, surtout dans le cadre de l'appréciation des actions effectives de l'État membre. Sans ces étapes préalables, aucun dépôt ni amende ne peut être imposé. C'est précisément pour cette décision que le pouvoir du Conseil n'a été, par rapport aux règles précédentes, que partiellement modifié (dépôt portant intérêt dans le volet préventif), voire pas du tout modifié (dépôt ne portant pas intérêt et amende dans le volet

(1) Après approbation de la recommandation par le Conseil selon ces modalités, la CE peut toutefois, à la demande motivée de l'État membre, recommander de réduire le montant du dépôt, voire de l'annuler.

(2) Ici aussi, la CE peut cependant, à la demande motivée de l'État membre, recommander de réduire, voire d'annuler, le dépôt ou l'amende.

correctif). Il s'agit de l'une des principales critiques à l'encontre de la nouvelle réglementation.

Le nouveau régime introduit une autre nouvelle sanction : l'amende pour statistiques erronées en matière de déficit budgétaire ou de dette publique. Cette amende est elle aussi limitée à 0,2 % du PIB de l'année précédente et ne peut être imposée qu'au terme d'une enquête approfondie par la CE, au cours de laquelle l'État membre concerné doit être entendu. Il ne doit pas nécessairement s'agir de chiffres budgétaires manipulés intentionnellement. La négligence grave peut en principe également donner lieu à une amende. Celle-ci est imposée via l'« ancienne » procédure de vote – et donc pas par le vote à la majorité qualifiée inversée – : une recommandation de la CE en la matière doit être explicitement adoptée par le Conseil Ecofin statuant à la majorité qualifiée.

d) Cadres budgétaires nationaux

Enfin, une nouvelle directive de l'UE impose certaines conditions minimales quant aux cadres budgétaires nationaux. Celles-ci, tout en demeurant relativement vagues, visent une plus grande cohérence entre les règles et institutions nationales et européennes ; les principes de la réglementation européenne (comme la planification pluriannuelle, les règles budgétaires chiffrées, etc.) doivent ainsi être repris à un degré suffisant dans le cadre institutionnel national. Il s'agit à cet égard principalement des aspects suivants du cadre budgétaire national :

- D'abord, il faut disposer à temps de suffisamment de statistiques fiables pour assurer le suivi de la mise en œuvre du budget (aspect monitoring). Ces chiffres budgétaires doivent couvrir l'ensemble du secteur public, pour éviter que des problèmes budgétaires soient créés dans des sous-secteurs des administrations publiques, sans qu'on les aperçoive. Par ailleurs, ces statistiques doivent faire l'objet d'un contrôle interne et d'un audit indépendant. Pour rappel : à la suite des nombreux problèmes rencontrés en matière d'exactitude des chiffres budgétaires des États membres, Eurostat s'est déjà vu doter de compétences d'audit (élargies) en la matière dès juillet 2010 ;
- Par ailleurs, les États membres doivent instaurer des règles budgétaires chiffrées « appropriées » en matière de déficit et/ou de dette, prévoyant des mécanismes de correction en cas d'infraction⁽¹⁾. Aucune obligation n'est imposée en ce qui concerne la base légale de ces règles (constitution, loi ordinaire, orientation du gouvernement en place). Il est néanmoins précisé que des organismes indépendants (ou dotés d'une autonomie

fonctionnelle vis-à-vis des pouvoirs publics) doivent vérifier que ces règles sont respectées, ce qui constitue une référence implicite aux conseils budgétaires qui existent dans bon nombre de pays. Il n'y a toutefois pas d'obligations supplémentaires, par exemple, en ce qui concerne le mode de désignation des membres et les compétences exactes de ces conseils budgétaires ;

- Les États membres doivent aussi, si tel n'est pas encore le cas, établir un planning détaillé en vue d'atteindre l'objectif à moyen terme fixé dans le programme de stabilité ou de convergence. Cette planification ne peut pas être sans engagement ; elle doit reposer sur des estimations réalistes des principales catégories de recettes et de dépenses et doit en outre indiquer comment les mesures à prendre influenceront sur la soutenabilité des finances publiques à long terme ;
- Les procédures budgétaires doivent elles aussi remplir certaines exigences, en particulier en ce qui concerne les estimations macroéconomiques et budgétaires sur lesquelles elles reposent. Ces dernières se doivent d'être réalistes ou prudentes. Les différences significatives par rapport aux estimations de la CE doivent être clairement motivées, et la méthodologie utilisée doit être transparente et faire l'objet de concertations techniques régulières avec la CE ;
- Enfin, la directive susmentionnée dispose que les pays doivent instaurer des mécanismes de coordination adéquats entre tous les sous-secteurs de l'ensemble des pouvoirs publics. Ceux-ci doivent concerner tous les aspects pertinents de la planification budgétaire, des estimations budgétaires elles-mêmes au respect, par l'ensemble des pouvoirs publics, des règles budgétaires susmentionnées.

Les adaptations des cadres budgétaires nationaux doivent en principe avoir été apportées avant la fin de décembre 2013.

2.1.2 Surveillance des déséquilibres macroéconomiques : la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM)

Afin d'éviter et, au besoin, de corriger des déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE à l'avenir, il a fallu étendre la surveillance économique et la coordination des politiques, qui étaient auparavant essentiellement axées sur la politique budgétaire, en les inscrivant dans un nouveau cadre de surveillance formel.

(1) Les dispositions relatives aux règles budgétaires chiffrées ne s'appliquent pas au Royaume-Uni.

La nouvelle procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques repose sur deux des six textes législatifs du « Six-Pack », qui concernent, d'une part, l'identification, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques et, d'autre part, un régime de sanctions.

Comme pour les règles budgétaires, l'objectif est de rendre les décisions plus automatiques, en se fondant sur la règle de la majorité qualifiée inversée. L'application des deux règlements sera jugée, une première fois après trois ans et, ensuite, tous les cinq ans.

Le règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques s'applique à tous les États membres de l'Union européenne, mais en différenciant les pays de la zone euro des autres États membres de l'UE. Le second règlement, qui concerne les sanctions, ne s'applique qu'aux pays de la zone euro.

Certains États membres avaient insisté pour que seuls les pays accusant un déficit du compte courant de la balance des paiements fassent l'objet d'une surveillance plus étroite. Le Parlement européen a toutefois rendu le mécanisme plus symétrique. Il est néanmoins établi que la nécessité de prendre des mesures est particulièrement prononcée dans les États membres qui enregistrent des déficits persistants de la balance des paiements et des pertes de compétitivité, même si les États membres qui accumulent des excédents considérables sur leur compte courant doivent eux aussi prendre des mesures qui contribueront à renforcer la demande intérieure et le potentiel de croissance. En outre, le Conseil Ecofin du 8 novembre 2011 a expliqué qu'à l'inverse des déficits, les excédents substantiels et persistants du compte courant ne constituent pas, en matière de soutenabilité de la dette extérieure ou de capacité de financement, des menaces pour le bon fonctionnement de la zone euro, et que de tels excédents ne donneraient pas lieu à des sanctions.

Il est prévu de traiter les déséquilibres en plusieurs phases : d'abord la détection des déséquilibres (mécanisme d'alerte) et les mesures préventives destinées à éviter un grave déséquilibre, et, ensuite, si de graves déséquilibres se sont tout de même développés, des mesures correctives par l'application de la procédure concernant les déséquilibres excessifs. Le cas échéant, comme prévu par le second règlement, des sanctions peuvent être infligées.

a) Volet préventif de la surveillance macroéconomique

La détection rapide des déséquilibres s'opère grâce au recours à un mécanisme d'alerte. Celui-ci se fonde sur un « tableau de bord » assorti de seuils. Les résultats ne peuvent toutefois pas être interprétés de manière

mécanique, mais doivent être combinés à une évaluation par la CE tenant compte, le cas échéant, d'informations qui ne doivent pas se limiter au tableau de bord. Un dépassement des seuils n'implique donc pas forcément l'existence de déséquilibres macroéconomiques. Chaque année, la CE doit établir un rapport sur le mécanisme d'alerte, dans lequel figurent les résultats du tableau de bord et de son évaluation.

Le rapport annuel de la CE sur le mécanisme d'alerte et son examen par le Conseil Ecofin et l'Eurogroupe sont intégrés à la surveillance multilatérale annuelle dans le cadre du semestre européen.

Le tableau de bord comporte un nombre limité d'indicateurs macroéconomiques et macrofinanciers, assortis de seuils qui doivent permettre de déceler les déséquilibres, non seulement ceux à court terme, mais aussi ceux qui découlent de tendances structurelles et à long terme. Le tableau de bord est régulièrement évalué. Au besoin, les indicateurs et les seuils sont adaptés à la lumière des modifications éventuellement survenues dans la nature des déséquilibres macroéconomiques.

Les indicateurs concernent d'abord les déséquilibres internes, notamment ceux qui ont trait aux dettes des administrations publiques et du secteur privé, de même que les développements sur les marchés de l'immobilier, sur le front du crédit au secteur privé et en matière de chômage. Il faut également pouvoir détecter les déséquilibres externes tels que ceux en rapport avec l'évolution du compte courant de la balance des paiements, la position extérieure nette, le taux de change effectif réel, les parts de marché à l'exportation ou la compétitivité.

En ce qui concerne la composition actuelle du tableau de bord et les seuils, l'on renvoie à l'évaluation, présentée dans cet article, du premier rapport sur le mécanisme d'alerte de la CE, qui a constitué le point de départ de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques dans le cadre du semestre européen 2012 (cf. infra). Il en ressort que, à la suite du compromis entre le Conseil et le Parlement européen relatif au traitement symétrique, l'on applique des seuils d'alerte, tant inférieurs que supérieurs, pour le compte courant de la balance des paiements et pour le taux de change effectif réel. La différenciation entre les pays de la zone euro et les autres États membres de l'UE se manifeste au niveau des différents seuils utilisés pour le taux de change effectif réel et pour les coûts salariaux nominaux par unité produite.

Si, à l'issue des discussions sur le rapport sur le mécanisme d'alerte au sein du Conseil Ecofin, ou de l'Eurogroupe pour les pays de la zone euro, il s'avère que des

déséquilibres macroéconomiques peuvent apparaître ou apparaissent effectivement dans certains pays, ou encore en cas d'évolutions économiques significatives imprévues et nécessitant d'urgence une analyse, la CE prépare un bilan approfondi des pays concernés. Cet examen doit analyser la situation spécifique de chaque pays et se fonder sur un large éventail de variables économiques.

Si, sur la base du bilan approfondi, la CE constate des déséquilibres macroéconomiques, le Conseil, sur recommandation de la CE, peut adresser une recommandation à l'État membre sur la réaction politique préventive qui s'impose. Celle-ci doit faire l'objet d'un suivi dans le cadre du semestre européen.

b) Volet correctif de la surveillance macroéconomique: la procédure concernant les déséquilibres excessifs

Si, au terme de son examen approfondi, la CE constate des déséquilibres « excessifs », le Conseil, sur recommandation de la CE, peut adresser à l'État membre une recommandation dans laquelle il constate l'existence d'un déséquilibre excessif et préconise des mesures correctives ainsi qu'un délai pendant lequel l'État membre doit présenter son plan de mesures correctives.

Au cours des deux mois qui suivent la présentation du plan, celui-ci doit être évalué par le Conseil, sur la base d'un rapport de la CE. Si le plan est satisfaisant, il est approuvé, et un calendrier de surveillance est établi. Si, toutefois, le Conseil décide que les mesures ou les délais d'exécution ne sont pas suffisants, l'État membre doit présenter un nouveau plan d'action correctif, en principe dans un délai fixé à deux mois.

L'État membre doit régulièrement faire rapport sur l'évolution de son action corrective. La CE veille à sa mise en œuvre. Sur la base du rapport de la CE, le Conseil émet un avis:

- Si le Conseil décide que l'État membre a pris les mesures correctives nécessaires, la procédure concernant les déséquilibres excessifs est réputée être en bonne voie et suspendue. Cependant, le suivi se poursuit, conformément au calendrier établi;
- Si l'État membre n'a pas pris les mesures correctives nécessaires, le Conseil, sur recommandation de la CE et à la majorité qualifiée inversée, décrète le « non-respect » de l'action corrective et adresse à l'État membre une recommandation comportant de nouveaux délais pour l'action corrective.

Si le Conseil décide qu'il n'y a plus de déséquilibre excessif dans l'État membre concerné, la procédure concernant les déséquilibres excessifs est clôturée.

c) Sanctions

Les décisions de sanction sont prises par le Conseil, sur la base d'une recommandation de la CE et à la majorité qualifiée inversée.

Les sanctions suivantes sont prévues:

- Une amende annuelle si le Conseil a établi deux fois de suite, dans le cadre d'une même procédure concernant les déséquilibres excessifs, une recommandation selon laquelle le plan d'action correctif était insuffisant;
- Un dépôt portant intérêt si le Conseil décide que l'État membre n'a pas pris les mesures correctives nécessaires;
- Une amende annuelle si le Conseil fait deux fois de suite, dans le cadre d'une même procédure concernant les déséquilibres excessifs, état du « non-respect » et décide donc que l'État membre n'a pas pris les mesures correctives nécessaires. Plus précisément, le dépôt portant intérêt qui avait été imposé plus tôt dans le cadre de la procédure est converti en amende.

Le dépôt portant intérêt, comme l'amende, représente en principe 0,1 % du PIB de l'année précédente de l'État membre concerné.

2.2 Le semestre européen

L'une des premières recommandations formulées par le groupe de travail Van Rompuy était d'améliorer l'harmonisation des calendriers des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité et de convergence dans le cadre d'un semestre européen. Le premier semestre européen a démarré dès 2011.

Le semestre européen implique que la surveillance des budgets et des autres évolutions macroéconomiques et structurelles s'intégrera désormais dans un cycle de coordination renforcée des politiques ex ante. Même si les procédures existantes, telles celles prévues par le pacte de stabilité et de croissance et par les grandes orientations des politiques économiques, demeurent distinctes d'un point de vue juridique, leurs calendriers sont désormais harmonisés.

S'agissant du calendrier, le cycle du semestre européen commence par un aperçu horizontal: l'examen annuel

de la croissance, qui identifie des défis économiques communs et fixe l'orientation stratégique de la politique. Ce document est approuvé lors du sommet européen de printemps. Compte tenu de ces choix stratégiques, les États membres établissent au printemps leurs programmes de stabilité et de convergence et leurs programmes nationaux de réforme. Ces programmes sont déposés en avril et sont ensuite évalués parallèlement par la CE et le Conseil en juin et juillet. Cela implique que ces deux institutions donnent leurs directives lorsque les principales mesures budgétaires sont encore en préparation dans la plupart des pays. La synchronisation au sein de l'Union européenne de la surveillance avec les procédures budgétaires nationales s'en trouvera améliorée.

La nouvelle procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques s'intègre dans le calendrier du semestre européen. La CE publie son rapport sur le mécanisme d'alerte en février. Le comité de politique économique (CPE) prépare ensuite les discussions qui se dérouleront au sein du Conseil. À la mi-mai, la CE publie son bilan approfondi.

2.3 Le pacte pour l'euro plus

En mars 2011, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et de six autres États membres de l'UE sont parvenus à un accord concernant le pacte pour l'euro plus. Ce pacte a pour ambition de renforcer le pilier économique de l'UEM et de relever le niveau de qualité de la coordination des politiques économiques. L'objectif principal du pacte est d'accroître la compétitivité et, ce faisant, de parvenir à un degré de convergence plus élevé.

Les États membres qui ont souscrit au pacte s'engagent à prendre, tous les ans, des mesures concrètes qui seront appliquées au cours des douze mois suivants. Ces mesures figurent également dans les programmes de stabilité et de convergence et dans les programmes nationaux de réforme. L'objet du pacte pour l'euro plus est d'amener les États membres à prendre des engagements concrets, étant donné que les mesures annoncées dans les programmes nationaux de réforme restaient souvent vagues et dépendaient du bon vouloir des États.

TABLEAU 1 APERÇU DU NOUVEAU CADRE DE GOUVERNANCE DE L'UE

	Six-Pack	Two-Pack	TSCG ⁽¹⁾
Quoi ?	5 règlements de l'UE et 1 directive de l'UE	2 règlements de l'UE (en cours de négociation)	Traité international
Qui ?	UE-27 (avec une certaine distinction entre les pays de la zone euro et les autres)	les pays de la zone euro	UE-25 (sans UK et CZ)
Date d'entrée en vigueur	13 décembre 2011	prévision : été 2012 (après la procédure de « trilogue »)	après ratification par au moins 12 pays de la zone euro (objectif : janvier 2013)
Contenu	<ul style="list-style-type: none"> contrôle budgétaire renforcé et étendu (p. ex. critère de la dette opérationnel et règle des dépenses) contrôle macroéconomique plus vaste nouvelles procédures de décision exigences minimales concernant les cadres budgétaires nationaux 	<ul style="list-style-type: none"> contrôle et coordination budgétaires plus poussés dans la zone euro des institutions nationales indépendantes chargées de veiller au respect des règles budgétaires calendrier précis pour le budget annuel et l'examen préliminaire par la CE contrôle plus strict pour les pays en proie à des problèmes financiers (automatique pour ceux qui bénéficient d'une assistance) 	<ul style="list-style-type: none"> restriction du déficit structurel, de préférence inscrite dans la constitution les pays de la zone euro sont en principe tenus d'accepter les recommandations de la CE quant aux déficits excessifs⁽²⁾ rôle de la Cour européenne de justice prévoit une meilleure coordination

Source : BNB.

(1) Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire. L'expression « pacte budgétaire » est souvent utilisée pour faire référence aux questions budgétaires qui y sont incluses.

(2) Les pays de la zone euro s'engagent à accepter toute recommandation de la CE concernant l'existence d'un déficit excessif, à moins qu'une majorité qualifiée s'oppose à cette recommandation.

2.4 Le « Two-Pack »

L'expression « Two-Pack » fait référence à deux règlements présentés par la CE le 23 novembre 2011, qui entendent raffermir la surveillance budgétaire des pays de la zone euro. Après un examen mené conformément à la procédure de trilogue entre le Conseil, le Parlement européen et la CE, les deux règlements devraient prendre leur forme définitive et entrer en vigueur au plus tôt durant l'été de 2012. La première proposition de règlement vise à renforcer et à harmoniser les procédures budgétaires dans les pays de la zone euro, de même qu'à imposer des obligations complémentaires de surveillance et de reporting en cas de déficit excessif. S'agissant du premier point, un calendrier budgétaire commun doit notamment être respecté : les projets de budget, y compris les principaux paramètres des budgets des niveaux de pouvoir inférieurs, doivent en principe être établis pour le 15 octobre de l'année précédente, puis être transmis à la CE, qui doit les examiner avant la fin de novembre ; l'évaluation par la CE est discutée au sein de l'Eurogroupe et peut, s'il y a une demande en ce sens, également être présentée au Parlement de l'État membre en question. Les budgets doivent être approuvés au plus tard à la fin de décembre de l'année précédente, même si des procédures d'urgence doivent être prévues au cas où tel ne pourrait être le cas, pour des raisons indépendantes de la volonté du gouvernement concerné. Les budgets doivent en outre reposer sur des estimations macroéconomiques indépendantes ; un rôle important est confié aux conseils budgétaires autonomes en matière de vérification du respect des règles budgétaires chiffrées, et une obligation de reporting ex ante à la CE et à l'Eurogroupe est instaurée pour les émissions de certificats de dette.

La seconde proposition de règlement prévoit un régime de surveillance renforcée dans les pays de la zone euro qui requièrent une assistance financière auprès des fonds d'urgence européens ou qui, de l'avis de la CE, sont en proie à de sérieux problèmes de stabilité financière, susceptibles d'entraîner des effets de contagion négatifs sur d'autres pays de la zone euro ou sur l'ensemble de celle-ci. L'approche actuelle suivie pour les États bénéficiaires de l'assistance des fonds européens (la Grèce, l'Irlande et le Portugal) est, dans une large mesure, institutionnalisée. Un des éléments importants est : l'un des articles de cette proposition de règlement prévoit l'obligation, pour tout pays de la zone euro « dont la capacité est insuffisante » ou

qui est confronté à des problèmes importants dans la mise en œuvre du programme d'ajustement imposé, de rechercher « l'assistance technique » de la CE, qui peut, dans cette optique, constituer un groupe d'experts en collaboration avec d'autres États membres et des institutions internationales, lequel pourra travailler de manière permanente dans le pays concerné. Ceci semble être une première étape vers l'éventuelle suppression de la souveraineté nationale d'un État membre de la zone euro qui mènerait une politique de nature à engendrer des effets néfastes sur d'autres États membres et qui se verrait dans l'incapacité, pour quelque raison que ce soit, de mettre en œuvre un programme d'ajustement international.

2.5 Le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (TSCG)

Lors du sommet européen des 8 et 9 décembre 2011, tous les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni, se sont déclarés disposés à conclure un nouveau « pacte budgétaire » et à parvenir à une coordination encore renforcée de leurs politiques économiques. Le nouveau pacte vise à accroître la discipline budgétaire, en prévoyant davantage de sanctions automatiques et une surveillance plus stricte. En outre, les États membres coordonneront leurs politiques économiques. Ces accords sont définis dans un nouveau traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire, qui a été signé au début de mars 2012, en marge du Conseil européen, par 25 États membres de l'UE (tous les États membres, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque). Il entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2013, à condition d'être ratifié par au moins douze États membres appartenant à la zone euro. Il ne sera contraignant que pour les pays de la zone euro (qui l'auront ratifié) ; s'agissant des autres États membres, il sera contraignant dès lors qu'ils auront introduit l'euro, voire avant, s'ils le demandent.

Le « pacte budgétaire » constitue le volet budgétaire du nouveau traité. Sa principale disposition prévoit que le budget des administrations publiques doit être en équilibre ou en excédent. Cette condition est considérée comme remplie dès lors que le solde budgétaire structurel annuel se situe au niveau de l'objectif à moyen terme propre à chaque pays, étant entendu que ce solde ne peut être inférieur à un déficit de 0,5 % du PIB⁽¹⁾. Il importe de se rapprocher au plus vite de l'objectif à moyen terme propre à chaque pays, la trajectoire d'ajustement jusqu'à celui-ci étant proposée par la CE.

(1) Pour les pays dont la dette publique est significativement inférieure à 60 % du PIB et pour lesquels les risques pesant sur la soutenabilité de la dette publique sont faibles, ce seuil est porté à 1 % du PIB.

Si le solde budgétaire structurel annuel s'écarte significativement de l'objectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement vers cet objectif, un mécanisme de correction sera automatiquement activé, obligeant l'État membre concerné à rectifier le tir dans un délai bien défini. Seules des « circonstances exceptionnelles » peuvent justifier que le solde s'écarte – temporairement – de l'objectif susvisé ou de la trajectoire d'ajustement. En cas de litige entre la CE et un État membre, il revient à la Cour européenne de justice de statuer.

Ces nouvelles règles doivent être transposées dans la législation nationale – de préférence dans la constitution ou dans une autre loi qui en garantit le respect en tous points – et être d'application au plus tard un an après l'entrée en vigueur du traité intergouvernemental. Si un État membre signataire du traité constate, indépendamment ou sur la base d'un rapport en la matière de la CE, qu'un pays n'a pas intégré de manière appropriée les nouvelles règles dans sa législation nationale, il peut entamer une procédure auprès de la Cour européenne de justice. Le jugement de la Cour est alors contraignant, et celle-ci peut imposer les mesures nécessaires. Si un État membre constate ensuite, indépendamment ou sur la base d'un avis de la CE, que les mesures imposées par la Cour européenne de justice ne sont pas respectées, il peut introduire une nouvelle plainte auprès de la Cour et requérir des sanctions financières. La Cour peut dans ce cas infliger une amende à concurrence de 0,1 % du PIB maximum.

Le traité répète en outre que si la dette publique excède 60 % du PIB, elle doit être diminuée chaque année d'un vingtième de l'écart entre le niveau actuel de la dette et 60 % du PIB.

Les États membres qui font l'objet d'une procédure de déficit excessif doivent mettre en place un programme de partenariat budgétaire et économique comportant les mesures à mettre en œuvre pour assurer une correction durable de leur déficit excessif. La présentation de ce programme à la CE et au Conseil, de même que son suivi, s'opèrent dans le contexte des procédures de surveillance existantes du pacte de stabilité et de croissance. De plus, les règles relatives à la procédure de déficit excessif ont été renforcées pour les États membres de la zone euro. Ces derniers s'engagent à appuyer toute recommandation soumise par la CE concernant l'existence d'un déficit public excessif, à moins qu'une majorité qualifiée ne s'y oppose. Les mesures et sanctions proposées ou recommandées par la CE sont supportées, à moins qu'une majorité qualifiée ne s'y oppose.

En vue de mieux coordonner et planifier les émissions de titres de la dette publique, les États membres sont tenus de faire rapport ex ante à la CE et au Conseil.

Outre le « pacte budgétaire », le nouveau traité comprend également un volet concernant la coordination des politiques économiques et la gouvernance dans la zone euro, lequel prévoit la tenue de sommets supplémentaires de la zone euro au moins deux fois par an.

Enfin, les considérants du nouveau traité stipulent également que l'assistance financière fournie en vertu du mécanisme européen de stabilité sera conditionnée à la ratification du nouveau traité et à la transposition, dans les délais impartis, des mesures budgétaires concernées dans la législation nationale.

À défaut d'unanimité entre les États membres, le nouveau traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire n'implique donc pas de révision du traité sur l'UE. L'objectif est toutefois que, dans un délai de cinq ans à compter de son entrée en vigueur, les mesures nécessaires pour intégrer ce traité intergouvernemental dans le dispositif légal de l'UE aient été prises. Cela devrait permettre d'éviter que ne se mettent en place de nouveaux cadres institutionnels et une coordination parallèle des politiques en dehors du traité sur l'UE. Il est par ailleurs primordial que les acteurs institutionnels de l'UE à qui le nouveau traité intergouvernemental confie d'importantes tâches, en l'occurrence la CE et la Cour européenne de justice, représentent l'UE dans son ensemble sur la base de la législation européenne, et pas uniquement certains États membres.

3. Appréciation des nouvelles règles relatives à la gouvernance économique

Seule une partie du nouveau cadre de gouvernance est entrée en vigueur. Il est donc trop tôt pour le juger dans sa totalité. La section qui suit présente une série de considérations générales concernant le « Six-Pack », d'application depuis la fin de 2011, et le nouveau traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'UEM, avant d'examiner les conclusions du premier rapport sur le mécanisme d'alerte.

3.1 Premières considérations concernant le « Six-Pack » et le TSCG

Les nouvelles règles budgétaires figurant dans le « Six-Pack » constituent en tout état de cause un pas dans la bonne direction. Le caractère plus contraignant du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance, en ce compris les dispositions relatives aux sanctions éventuelles, et l'attention accrue accordée aux cadres budgétaires nationaux et à l'exactitude des statistiques budgétaires sont, en particulier, des éléments positifs. En ce qui concerne les déséquilibres macroéconomiques, il était, comme on l'a précisé plus haut, urgent de parvenir à une meilleure réglementation au niveau européen. Il ne s'agit toutefois pas du « grand bond en avant » exigé pour minimiser le risque de nouveaux dérapages macroéconomiques et budgétaires.

Ainsi, force est de constater que le caractère plus automatique des nouvelles règles budgétaires, est en réalité plutôt décevant. Il n'est pas sûr que le déplacement limité du pouvoir de décision du Conseil Ecofin vers la CE entraînera dans tous les cas une meilleure application des règles.

Comme on l'a évoqué plus haut, en ce qui concerne les règles budgétaires, la procédure de vote à la majorité qualifiée inversée a été instaurée aux seules fins de l'étape formelle relative à l'imposition d'une sanction. À l'inverse, les compétences du Conseil Ecofin quant à la décision préalable nécessaire (pas de réelle réaction politique ou existence d'un déficit excessif) demeurent, pour ainsi dire, inchangées. Seule l'évaluation de la question de savoir si un État membre a effectivement donné suite aux recommandations du Conseil dans le cadre du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance donne lieu à une nouvelle procédure de vote complexe. Au cours des négociations en trilogue, le Parlement européen avait plaidé en faveur d'un recours à la procédure de vote à la majorité qualifiée inversée beaucoup plus étendu que ce que préconisaient la CE et le Conseil, mais la procédure de vote précédente n'a finalement fait l'objet que d'une modification restreinte. Il s'agit d'un vote double. Dans un premier temps, le Conseil Ecofin doit, comme auparavant, adopter à la majorité qualifiée la recommandation de la CE établissant qu'aucune suite réelle n'a été donnée aux recommandations du Conseil dans le cadre d'une mise en garde. S'il ne l'adopte pas et si la CE reste d'avis qu'aucune suite réelle n'est donnée aux recommandations, elle peut, après un mois, adresser une deuxième recommandation au Conseil, laquelle est considérée comme adoptée, à moins que le Conseil, statuant à la majorité simple, ne la rejette explicitement dans un délai de dix jours (vote à la majorité simple inversée).

S'agissant des deux autres décisions qui doivent obligatoirement précéder toute sanction, la procédure demeure inchangée: le Conseil Ecofin doit explicitement adopter, à la majorité qualifiée, une recommandation de la CE à cet égard. Dans le cas contraire, aucune sanction ne peut être infligée. Aussi, il ne semble pas tout à fait déraisonnable de penser que le Conseil Ecofin se montrera encore plus « prudent » lorsqu'il s'agira de prendre ces décisions préalables, sachant que le déroulement ultérieur de la procédure présente un caractère plus automatique.

Dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, le vote à la majorité qualifiée inversée est également réservé avant tout à l'imposition de sanctions: aucun vote à la majorité qualifiée inversée n'est prévu pour la décision du Conseil relative à la constatation de déséquilibres excessifs, pas plus que pour le volet préventif de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Contrairement à ce qui est le cas pour les règles budgétaires – dans l'éventualité où des mesures politiques réelles tardent à être prises –, le vote à la majorité qualifiée inversée est bien de rigueur lorsqu'il est constaté que les actions correctrices ne sont pas respectées.

Par ailleurs, la réglementation devient beaucoup plus complexe, ce qui peut peser sur l'efficacité et sur la rapidité d'application. Une augmentation du nombre de règles n'induit pas nécessairement une surveillance plus univoque et cohérente. S'agissant plus particulièrement de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, il convient de tenir compte de la vaste problématique qui les entoure. Les déséquilibres recouvrent de nombreux aspects de l'économie, qui interagissent. Au vu de la complexité de la problématique, il n'était en effet pas souhaitable de limiter l'évaluation d'éventuels déséquilibres à une lecture automatique du tableau de bord. Par contre, la législation actuelle laisse à plusieurs égards la porte ouverte à l'interprétation et est finalement devenue relativement compliquée.

Du reste, le nouveau régime pose également des interrogations spécifiques. S'agissant du volet préventif des règles budgétaires, l'on manque par exemple encore de précisions sur la manière dont le nouveau régime en matière de dépenses sera appliqué. Ainsi, l'estimation de la croissance économique potentielle constitue une difficulté technique de taille lorsqu'il s'agit d'estimer les soldes budgétaires structurels et, partant, de juger de la trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme. De plus, la CE éprouvera bien des difficultés pour analyser de manière précise et objective l'incidence budgétaire des mesures de recettes, nécessaire pour déterminer la croissance autorisée des dépenses. Les charges d'intérêts étant exclues de

la règle des dépenses, le respect de cette dernière pourrait ne pas toujours déboucher sur la résorption requise du déficit structurel.

En ce qui concerne le volet correctif des règles budgétaires, il subsiste la question de la valeur ajoutée de la règle en matière de dette. En effet, il n'est nullement déplacé de requérir un plus grand effort budgétaire de la part de pays fortement endettés. Choisir de le faire en imposant une nouvelle restriction chiffrée directe de l'évolution de la dette (et non plus par la voie d'une restriction plus stricte du solde budgétaire) entraîne cependant son lot de difficultés. L'évolution de la dette brute consolidée (concept issu du traité de Maastricht) est en effet déterminée non seulement par le solde budgétaire, mais aussi par la croissance nominale du PIB et par les ajustements entre le déficit et la dette (comme les variations des actifs financiers, les fluctuations des taux de change, les écarts entre les flux de trésorerie et les recettes et dépenses selon la méthodologie du SEC 95, etc.). Il convient en principe de tenir compte de tous ces facteurs lors de l'examen de l'évolution de la dette: comment évaluer par exemple le respect du critère de la dette, si la diminution de celle-ci résulte essentiellement de la vente d'actifs financiers (une opération qui n'influence ni l'endettement net ni la soutenabilité des finances publiques)? La liste des facteurs pertinents – qui va bien au-delà de la conjoncture et des ajustements précités entre le déficit et la dette – ne facilite pas, loin s'en faut, une application univoque du critère de la dette. De manière générale, dans des circonstances conjoncturelles normales et dans le cas d'ajustements normaux entre le déficit et la dette, il est probable qu'un solde budgétaire s'approchant de l'objectif à moyen terme, tel qu'il a été défini dans le volet préventif du pacte de stabilité et de croissance, induise automatiquement la réduction de la dette requise. La valeur ajoutée de cette nouvelle règle concernant la dette est donc relative.

Enfin, force est de constater que les exigences imposées dans la directive susmentionnée en matière de cadres budgétaires nationaux restent vagues à bien des égards. Plusieurs États membres vont beaucoup plus loin dans le renforcement des règles et des institutions budgétaires nationales.

Quant au nouveau traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'UEM, il suit en grande partie – et recoupe même – le pacte de stabilité et de croissance modifié dans le cadre de la réglementation « Six-Pack »; néanmoins, il le renforce. Ainsi, les objectifs à moyen terme en matière de soldes budgétaires structurels, de même que le mécanisme de correction automatique, doivent être inscrits dans la législation nationale, au niveau constitutionnel ou à un niveau comparable. En

outre, la disposition selon laquelle les États membres sont tenus, à moins qu'une majorité qualifiée ne s'y oppose, de suivre les propositions et recommandations de la CE dans le cadre de la procédure de déficit excessif, est plus stricte que les dispositions comparables du « Six-Pack ». Le « pacte budgétaire » du nouveau traité présente en revanche le désavantage, semble-t-il, d'accroître encore la complexité des règles en matière de gouvernance.

3.2 Le premier rapport sur le mécanisme d'alerte de février 2012

En février 2012, la CE a publié pour la première fois son rapport sur le mécanisme d'alerte, première étape dans la « procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques ». Comme on l'a mentionné ci avant, ce rapport est basé sur une série d'indicateurs et de seuils pertinents qui composent le tableau de bord.

3.2.1 Résultats du premier rapport sur le mécanisme d'alerte

Le premier tableau de bord se fonde sur des données de la fin de 2010. Pour de nombreux États membres, il indique comme principaux problèmes: des balances courantes importantes (même si celles-ci se sont récemment quelque peu corrigées), le niveau toujours substantiel de la dette extérieure nette, la perte de parts de marché à l'exportation et l'endettement des ménages et des sociétés, ainsi que des administrations publiques. Des hausses excessives des prix de l'immobilier ont également été identifiées parmi les problèmes que rencontrent plusieurs pays, même si, sur ce point, un ajustement est en cours.

Plusieurs indicateurs dépassent les seuils et sont ainsi passés au rouge pour un grand nombre de pays:

- 15 des 27 États membres affichent une position extérieure nette trop négative en pourcentage du PIB ou une perte de parts de marché à l'exportation, ou encore un niveau trop élevé de la dette du secteur privé en pourcentage du PIB; dans plusieurs cas, l'on observe une combinaison de ces trois déséquilibres;
- dans 14 États membres, la dette du secteur public est supérieure à 60 % du PIB;
- dans 11 États membres, le déséquilibre de la balance des opérations courantes est au rouge, 9 d'entre eux dépassant le seuil de déficit de -4 % du PIB et 2 le seuil d'excédent de $+6$ % du PIB;

TABLEAU 2 RAPPORT SUR LE MÉCANISME D'ALERTE: LE TABLEAU DE BORD POUR 2010

	Déséquilibres extérieurs et compétitivité					Déséquilibres intérieurs				
	Moyenne sur 3 ans de la balance des opérations courantes en % du PIB	Position extérieure globale nette en % du PIB	Variation en % du taux de change effectif réel hors IPCH (3 ans)	Évolution en % des parts de marché à l'exportation (5 ans)	Variation en % des coûts unitaires du travail nominaux (3 ans)	Variation annuelle en % des prix immobiliers hors inflation	Flux de crédit au secteur privé, en % du PIB	Dette du secteur privé, en % du PIB	Dette du secteur public, en % du PIB	Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)
Seuils	-4 / +6 %	-35 %	±5 % & ±11 % ⁽¹⁾	-6 %	+9 % & +12 % ⁽¹⁾	+6 %	15 %	160 %	60 %	10 %
BE	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5	0,4	13,1	233	96	7,7
BG	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8	-11,1	-0,2	169	16	7,5
CZ	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1	-3,4	1,7	77	38	6,1
DK	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0	0,5	5,8	244	43	5,6
DE	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6	-1,0	3,1	128	83	7,5
EE	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3	-2,1	-8,6	176	7	12,0
IE	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3	-10,5	-4,5	341	93	10,6
EL	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8	-6,8	-0,7	124	145	9,9
ES	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3	-3,8	1,4	227	61	16,5
FR	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2	5,1	2,4	160	82	9,0
IT	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8	-1,4	3,6	126	118	7,6
CY	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2	-6,6	30,5	289	62	5,1
LV	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1	-3,9	-8,8	141	45	14,3
LT	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8	-8,7	-5,3	81	38	12,5
LU	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3	3,0	-41,8	254	19	4,9
HU	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9	-6,7	-18,7	155	81	9,7
MT	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7	-1,6	6,9	212	69	6,6
NL	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4	-3,0	-0,7	223	63	3,8
AT	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9	-1,5	6,4	166	72	4,3
PL	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3	-6,1	3,8	74	55	8,3
PT	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1	0,1	3,3	249	93	10,4
RO	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1	-12,1	1,7	78	31	6,6
SI	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7	0,7	1,8	129	39	5,9
SK	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1	-4,9	3,3	69	41	12,0
FI	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3	6,8	6,8	178	48	7,7
SE	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0	6,3	2,6	237	40	7,6
UK	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3	3,4	3,3	212	80	7,0

Source: CE.

(1) Pour les pays de la zone euro et les autres pays de l'UE respectivement.

– outre ces déséquilibres fréquemment observés, une variation importante du taux de change effectif réel, des coûts salariaux nominaux par unité produite, ainsi que du taux de chômage, est mentionnée à quelques reprises, tandis que les hausses des prix de l'immobilier et les flux de crédits au secteur privé sont au rouge dans un ou deux cas.

Sur la base de ce tableau de bord, la CE a retenu douze États membres pour un bilan approfondi (*in-depth-review*). Les pays sous programme⁽¹⁾ – l'Irlande, la Grèce, le Portugal et la Roumanie – en ont été exclus, étant déjà sous surveillance renforcée. Parmi les pays qui feront l'objet d'un bilan approfondi, on dénombre sept

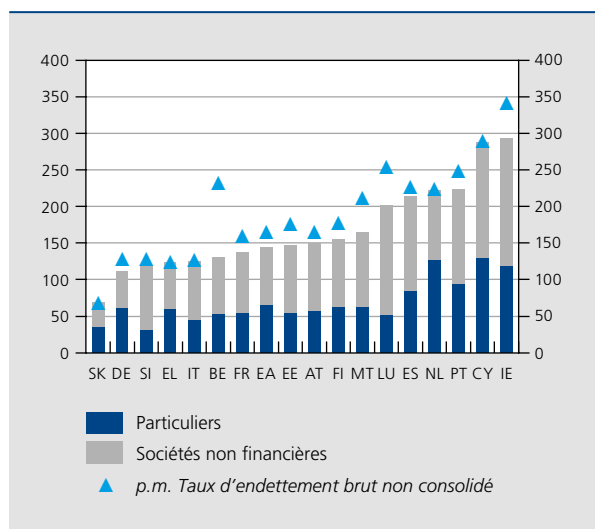
États membres de la zone euro (la Belgique, Chypre, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, et la Slovénie) et cinq qui n'en font pas partie (la Bulgarie, le Danemark, la Hongrie, le Royaume-Uni et la Suède).

Tous ces pays dépassent au moins trois seuils, ou deux si le dépassement est très significatif. À l'exclusion des pays sous programme, ce sont l'Espagne et Chypre qui affichent le nombre le plus élevé de dépassements, à savoir six.

(1) Les pays sous programme bénéficient du soutien du FESF, du MESF, ou de prêts bilatéraux (Grèce, Irlande et Portugal), ou d'un soutien à la balance des paiements par l'UE (Roumanie).

GRAPHIQUE 4 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER⁽¹⁾

(données à la fin de 2010, en pourcentage du PIB)



Source : CE.

(1) Particuliers et sociétés non financières, total des crédits et des titres hors actions.

Le Luxembourg et la Suède dépassent tous deux le seuil supérieur de 6 % du PIB pour ce qui est de leur excédent courant mais, conformément aux conclusions du Conseil ECOFIN du 8 novembre 2011, ceci n'a pas été considéré comme un aspect susceptible de susciter des « inquiétudes quant à une incidence éventuelle de la soutenabilité de la dette extérieure ou de la capacité de financement sur le bon fonctionnement de la zone euro ».

3.2.2 Évaluation du tableau de bord et du premier rapport sur le mécanisme d'alerte

Il est certes toujours possible d'émettre des critiques sur la sélection des indicateurs et sur le mode de calcul des seuils, mais ce débat a eu lieu avant la première application du tableau de bord. Ce dernier a désormais été approuvé par le Conseil et par le Parlement, même si, comme on l'a mentionné ci-avant, la liste des indicateurs et les seuils sont susceptibles d'être revus à l'avenir. De plus, le choix des indicateurs n'est pas le seul aspect important ; la définition précise de ceux-ci l'est tout autant.

Ainsi, les données relatives à la dette privée peuvent être extrêmement trompeuses si elles sont calculées sur la base de données non consolidées, comme c'est le cas actuellement. L'on observe, pour certains pays, parmi lesquels Malte, le Luxembourg et l'Irlande, mais plus encore pour la Belgique, une grande différence entre les données non consolidées et les données consolidées.

Pour la Belgique, par exemple, cet écart s'explique par la présence massive de multinationales qui gèrent leurs flux financiers internes depuis ce pays. La dette non consolidée du secteur des sociétés non financières est dès lors très élevée en Belgique. Elle atteignait 180 % du PIB à la fin de 2010, contre 78 % du PIB sur une base consolidée.

Des données non consolidées sont utiles lorsqu'il s'agit de se faire une idée de la structure de financement du secteur. Les prêts interentreprises – en particulier entre entreprises du même groupe – sont généralement plus stables que les crédits bancaires, et le risque qui y est associé plus faible.

Un indicateur consolidé semble toutefois plus pertinent pour analyser les risques potentiels que présentent les déséquilibres macroéconomiques, ce qui est l'objectif de la PDM. Lorsqu'on se base sur des données consolidées, le ratio d'endettement des sociétés non financières est plus ou moins au même niveau en Belgique que dans la zone euro. Le ratio d'endettement correspondant pour l'ensemble du secteur privé non financier en Belgique n'atteint que 131 % du PIB, contre 147 % en moyenne dans la zone euro.

Un autre élément sujet à caution est le fait que la sélection des États membres qui feront l'objet d'un bilan approfondi peut être considérée comme arbitraire : certains pays dépassant le seuil pour deux indicateurs sont retenus, alors que, pour d'autres, il faut quatre indicateurs au rouge. Huit États membres affichent trois indicateurs au rouge, mais seule la Belgique fera l'objet d'un bilan approfondi. La CE réalise bien entendu une évaluation globale, dans laquelle elle ne doit pas attribuer la même pondération à tous les dépassements.

Enfin, le rapport sur le mécanisme d'alerte 2012 utilise des données qui remontent à la fin de 2010 et qui pourraient donc ne plus être à jour au moment de l'évaluation. L'utilisation de données de 2011 plutôt que de 2010 fait déjà apparaître des améliorations notables dans certains États membres aux niveaux du déficit courant (Malte, Slovaquie et Espagne) et des variations des coûts salariaux par unité produite (Estonie, Grèce, Italie, Autriche et Slovaquie). D'autres indicateurs, en revanche, se sont détériorés dans certains pays, comme par exemple le taux de chômage en Espagne. Cette situation montre clairement que le tableau de bord ne constitue qu'un instantané. La réglementation prévoit dès lors que celui-ci soit interprété dans un cadre plus large.

À la fin de mai 2012, la CE a présenté ses bilans approfondis (*in-depth-reviews*) pour douze États membres. Elle conclut qu'il existe des déséquilibres macroéconomiques qu'il y a lieu de traiter préventivement et de suivre attentivement.

Elle constate également que la correction de ces déséquilibres est déjà en cours, comme le montre la contraction des déficits sur le compte courant, la convergence des coûts salariaux par unité produite, la diminution des octrois excessifs de crédits et la correction des prix des logements. Dans plusieurs cas, les déséquilibres internes et externes cumulés demeurent toutefois un défi de taille, par exemple en ce qui concerne la dette du secteur privé et publique.

Bien que, selon la CE, aucun des douze États membres ne présente de déséquilibres excessifs, elle établit néanmoins une distinction entre ces douze pays. L'Espagne et Chypre font partie des cas les plus inquiétants, suivis de la France, de la Hongrie, de l'Italie et de la Slovaquie. Parmi les douze États membres qui ont fait l'objet d'un bilan approfondi, la Belgique est classée parmi les pays les moins préoccupants ; en ce qui concerne ce pays, le bilan fait surtout état de la perte de compétitivité et du niveau élevé de la dette publique, tout en affirmant, à raison, que le niveau élevé de la dette du secteur privé non consolidée n'est pas synonyme de risques car la dette consolidée est relativement faible.

Conclusion

Les déséquilibres macroéconomiques qui se sont accumulés depuis l'introduction de l'euro dans certains États membres n'ont jamais été suffisamment contrecarrés par l'ancien pacte de stabilité et de croissance et la politique économique structurelle.

Ces déséquilibres se sont amplifiés, jusqu'à aboutir à la crise de mai 2010, lorsque la Grèce a de facto perdu l'accès aux marchés financiers et que le pays a dû recourir à l'aide financière internationale. L'UE s'est vu contrainte d'opter rapidement pour un financement public bilatéral de la dette souveraine grecque et pour la création de deux mécanismes financiers temporaires de soutien, qui seront succédés, à partir de la mi-2012, par le Mécanisme européen de stabilité (MES), dont le caractère est permanent.

En parallèle, il a été décidé, au plus haut niveau politique, de renforcer le cadre de coordination des politiques économiques au sein de l'UE.

L'ambition était de prévenir ou de résorber plus rapidement et avec plus de vigueur les déséquilibres macroéconomiques dans les États membres de l'UE, et en particulier dans la zone euro, à l'aide de toute une série de règles automatiquement contraignantes. En décembre 2011 est entrée en vigueur la nouvelle réglementation du « Six-Pack », qui a non seulement

renforcé l'ancien pacte de stabilité et de croissance, mais a également instauré l'importante procédure des déséquilibres macroéconomiques.

Au cours du processus décisionnel, des considérations politiques nationales ont partiellement affaibli les propositions originales de procédures décisionnelles plus automatiques du « Six-Pack », ce que le Parlement européen a en partie rectifié. D'autres initiatives ont vu le jour, comme le pacte pour l'euro plus et, surtout, le nouveau traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'UEM, dont le pacte budgétaire (« fiscal compact »). Deux nouveaux règlements sont également en discussion dans le cadre de la procédure de trilogue entre le Conseil, le Parlement européen et la CE, à savoir le « Two-Pack », qui obligerait les États membres de la zone euro à soumettre leur projet de budget à la CE, laquelle aurait le droit de l'évaluer en fonction des règles budgétaires européennes.

Contrairement à la réforme du pacte de stabilité et de croissance menée en 2005, les modifications récentes et en cours du cadre de gouvernance de l'UE constituent clairement une étape importante dans la bonne direction. En revanche, la réglementation est devenue beaucoup plus complexe, et une hausse du nombre de règles n'entraîne pas nécessairement une surveillance plus univoque et cohérente. Par ailleurs, les initiatives se chevauchent dans une certaine mesure et recourent à des méthodes non seulement communautaires mais aussi intergouvernementales, ce qui contribue à une complexité accrue.

L'application du nouveau cadre de gouvernance en déterminera maintenant la crédibilité. Une mise en œuvre stricte des procédures et, le cas échéant, des sanctions, peuvent y contribuer. L'appropriation (*ownership*) nationale, notamment par les parlements des États membres, en est un autre élément important.

Au cours des deux dernières années, l'UE a davantage progressé dans la poursuite de l'élaboration du « pilier économique » de l'UEM que durant la dernière décennie. Ce faisant, l'on s'est rapproché de l'UEM telle que la proposait Pierre Werner dans son rapport de 1970. Mais la route est encore longue. De nouvelles étapes importantes seront nécessaires, qui devront s'accompagner d'un transfert accru de souveraineté vers le niveau européen, afin de le doter de la compétence de prévenir et de combattre les déséquilibres ayant entraîné la crise de la dette dans la zone euro.

Bibliographie

EC (2011a), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area, Brussels, 23 November.

EC (2011b), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability in the euro area, Brussels, 23 November.

EC (2012a), Report from the Commission: Alert Mechanism Report. Report prepared in accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the prevention and correction of macro-economic imbalances, Brussels, 14 February.

EC (2012b), In-Depth Review for Belgium in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, Brussels, 31 May.

EC (2012c), Provisional version of recommendation for Council recommendation on Belgium's 2012 national reform programme and delivering a Council Opinion on Belgium's stability programme for 2012-2015, Brussels, 31 May.

EU (2011a), Regulation (EU) No 1173/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the effective enforcement of budgetary surveillance in the euro area.

EU (2011b), Regulation (EU) No 1174/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area.

EU (2011c), Regulation (EU) No 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 amending Council Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies.

EU (2011d), Regulation (EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.

EU (2011e), Council Regulation (EU) No 1177/2011 of 8 November 2011 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure.

EU (2011f), Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States.

ECB (2011a), « The reform of economic governance in the euro area – essential elements », *Monthly Bulletin*, March.

ECB (2011b), « Stronger EU Economic Governance Framework comes into force », *Monthly Bulletin*, December.

ECB (2012), « A Fiscal Compact for a stronger Economic and Monetary Union », *Monthly Bulletin*, May.

European Council (2011a), Conclusions of the Heads of State or Government of the Euro Area of 11 March, Brussels.

European Council (2011b), Conclusions of the European Council of 8-9 October 2011, Brussels.

European Council (2012a), Conclusions of the European Council of 30 January 2012, Brussels.

European Council (2012c), Conclusions of the European Council of 1-2 March 2012, Brussels.

Franco-German Declaration of Deauville (2010), Monday, 18 October.

Langenus G. (2005), « Le pacte de stabilité et de croissance: une histoire mouvementée », BNB, *Revue économique*, juin.

Task Force on Economic Governance (2010), *Strengthening Economic Governance in the EU*, Report of the Task Force to the European Council, Brussels, 21 October.

Treaty on stability, coordination and governance in the economic and monetary union, March 2012.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2012

The current economic situation in the euro area is causing serious concern. While the measures adopted by the European authorities since the end of 2011 did temporarily ease the uncertainty and financial tensions at the beginning of 2012, renewed nervousness on the sovereign debt markets and among the economic agents has emerged in recent months, owing to the very worrying situation in the countries undergoing significant budgetary adjustments and/or radical restructuring of their economy. The resulting contagion is affecting financial institutions in the euro area.

The projections for 2012 and 2013 presented in the article are based on the assumption that these tensions will ease, on the premise that the euro area crisis does not grow any worse and does not have irreparable repercussions on systemic financial institutions. External demand is assumed to strengthen gradually, with interest rates remaining low, while the oil price is expected to record a modest fall.

In the euro area, the economic situation should gradually improve in the second half of 2012, and the recovery should strengthen in 2013. Significant divergences between countries are expected to persist. Inflation is projected to decline gradually, the main factor being the expected fall in oil prices.

Since mid-2011, the Belgian economy has felt the effects of the worsening financial tensions and deteriorating economic situation in the euro area. GDP growth is forecast to reach just 0.6 % in 2012, rising to 1.4 % in 2013. The outlook is slightly more favourable than for the euro area as a whole. In the absence of any adjustment having a major impact on domestic demand, activity in Belgium, in Germany's wake, continues to exhibit some resilience, as was the case during the 2008-2009 recession.

The slowdown in activity in 2012 followed by a moderate revival in 2013 should be directly reflected in the employment market, where only 3 300 additional jobs are forecast to be created in net terms in 2012, and just over 27 000 in 2013. The weakness of job creation is also due to the budget restraint which the new government has introduced for the federal authorities and health care. Unemployment is expected to rise to 7.5 % in 2012 and 7.7 % in 2013.

Since peaking in mid-2011, inflation has fallen steadily in Belgium and should continue to ease, averaging 2.6 % in 2012 and 1.5 % in 2013, the main factor being the expected fall in oil prices. Before subsiding in 2013, underlying inflation is set to remain high in 2012 owing to the effect of the increase in certain indirect taxes and the rise in labour costs, which should still be strong.

The general government deficit is projected to fall to 2.8% in 2012, deteriorating slightly thereafter, and rising to 3.1% in 2013. The public debt is set to rise significantly in 2012, to 98.9% of GDP, owing to exogenous factors relating to the Greek rescue package and participation in the European Stability Mechanism, and is projected to record a smaller increase in 2013 to reach 99.2% of GDP.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

What can we and can't we infer from the recourse to the deposit facility?

In the wake of the two longer-term refinancing operations with a maturity of three years conducted in December 2011 and February 2012, amounts placed on the Eurosystem's deposit facility surged to unprecedented high levels of around € 800 billion. The article clarifies how this high recourse to the deposit facility should be interpreted.

First, daily changes in the amounts being placed on the deposit facility should not necessarily be interpreted as daily changes in stress on the interbank market as there is a seasonal pattern in the use of the deposit facility. That seasonal pattern stems from the fact that Eurosystem counterparties have to meet a reserve requirement on an average basis. Hence, it is better to watch the money market liquidity surplus, defined as the sum of the recourse to the deposit facility and the current account holdings in excess of the required reserves, as a proxy for the central bank's intermediation role on the money market.

Second, high recourse to the deposit facility is an automatic corollary to increased central bank liquidity provision because the relationship between the central bank and commercial banks can be seen as a closed system. Hence, as illustrated by some examples, large amounts being placed on the deposit facility are not informative as to whether or not the liquidity is actually "being put to use", for instance, to grant credit to the non-financial sector or to pay back maturing bank debt. A number of examples illustrate this.

JEL codes: E52, E58

Key words: Eurosystem, deposit facility, monetary policy implementation

Monetary policy in the US and the euro area during the crisis

The article aims to present and analyse the policy responses of the Federal Reserve and the Eurosystem during the various stages of the economic and financial crisis that began in the summer of 2007. It also looks at the relationship between monetary policy and budgetary policy, and attempts to shed some light on the challenges of conducting monetary policy at the present time.

In the context of the crisis, the Federal Reserve and the Eurosystem made profound changes to the conduct of their monetary policy. In order to prevent the collapse of the financial system and to support economic activity, they decided on rapid and substantial cuts in their key interest rates, which reached historic lows. Moreover, they adopted numerous non-standard measures to provide liquidity and purchased assets on a massive scale, broadening their role as intermediary and considerably expanding the size of their balance sheets. Whilst each of the central banks significantly revised the operational framework of its monetary policy, the initial circumstances of how monetary policy was conducted and the predominance of the non-banking financial sector in financing the economy in the United States resulted in more substantial changes in the case of the Federal Reserve.

The scale of the crisis and the rapid progression of events justify to a great extent the unprecedented extension of central banks' activities during the last few years. It should be borne in mind, however, that monetary policy has its limits. Whilst the high level of excess liquidity at the present time is not a direct threat to price stability, conducting an accommodating monetary policy over a long period may in fact entail numerous risks.

JEL codes: E44, E52, E58, E61, E63

Key words: monetary policy, budgetary policy, Federal Reserve, Eurosystem, economic and financial crisis, sovereign debt crisis, non-standard measures, euro area, United States, independence

Reform of the Special Finance Act for the Communities and Regions

On 10 October 2011, eight parties with a special majority in the federal parliament concluded an agreement on the sixth reform of the Belgian State. The article presents the two most important aspects of the reform from an economic and budgetary point of view, namely the transfer of new powers from federal level to the federated entities, and the revision of the Special Finance Act for the Communities and Regions of 16 January 1989. The agreement on the revision of the Finance Act mostly concerns principles and mechanisms.

The powers transferred represent around 4.4% of GDP. These transfers come under social security rather than federal government, and more powers are devolved to the Communities and Community Commissions – institutions with no fiscal powers of their own – than to the Regions.

For the Regions, one of the main changes pursuant to the new draft Finance Act concerns the greater fiscal autonomy accorded to them in regard to personal income tax. For their new powers, the Regions also receive additional resources allocated according to a fiscal key. Finally, a national solidarity allowance is maintained, but the detailed arrangements are modified.

Likewise, the Communities receive additional resources for their new powers, but they are allocated on the basis of demographic keys. The resources available to the Communities for their old powers are being restructured.

There is also a transitional mechanism to neutralise the effects of the reform for the various entities when it comes into force, and to limit the scale of the effects during the first decade. Separately from this mechanism, the Brussels institutions are to be refinanced and the agreement includes a higher contribution from the federated entities towards the budgetary cost of ageing.

As it stands, the agreement on State reform does not solve the issue of the various entities' participation in the necessary consolidation of Belgian public finances. It is therefore important to determine the sharing of the consolidation efforts needed to restore a balanced budget in Belgium by 2015, to specify the arrangements for the participation by the federated entities and, in that connection – as stipulated by the agreement – to finally set certain Finance Act variables, such as the reference amounts for the transfer of powers and their variation parameters.

Jel codes: H11, H70, H74

Key words: public finance, fiscal, Belgian State reform, Special Finance Act, Communities and Regions

Asset formation by households during the financial crisis

The article presents a microeconomic analysis of asset formation by Belgian households and the impact which the financial crisis has had on that. For the first time, data from a survey of households' financial behaviour are used. The survey data are a useful addition to the existing macroeconomic information. During the crisis, many households deserted equities in favour of bank accounts, and bank accounts in favour of real estate. On the other hand, there were some households which actually invested more in equities during this period. Many households also transferred funds between various bank accounts, and some households avoided particular assets altogether. The survey offers direct information on households' attitudes to financial risk and demographic and socio-economic characteristics that play a role in these movements. Some specific portfolio choices which households have made since the beginning of the financial crisis can be pointed up. First, there were noticeably large numbers of transfers between accounts with financial institutions, probably partly owing to the mounting mistrust of such accounts and of certain financial institutions in particular. Secondly, positions in equities and equity funds were reduced in many cases, whereas there were still some households wanting to invest more in these assets. Therefore, not all Belgian investors were averse to (calculated) financial risk. Real estate continues to play a clear role as a safe haven. Many households withdrew cash from bank accounts in order to invest in real estate, and it seems that few households intend to retreat from it.

JEL codes: D14, G11

Key words: household finance, asset formation, financial crisis, household survey

New developments in economic governance in the European Union

In the past few years it has become painfully clear that the financial markets' loss of confidence confronting certain euro area countries can swiftly spread to other Member States, ultimately threatening the orderly functioning and stability of the euro area as a whole.

Back in 2007, before the financial crisis, vulnerable positions had become apparent within the euro area. In the absence of adequate fiscal discipline, the initial budgetary position of several euro area countries was not very strong. Moreover, there were wide divergences in competitiveness and domestic demand within the euro area, and the situation in some Member States had become particularly fragile owing to structural losses of competitiveness or property market bubbles combined with the accumulation of household debts, or because of the vulnerable state of the banking sector. Decision makers and financial markets have long underestimated the importance of these macroeconomic imbalances. The coordination of economic policies fell short of the ambitions: the way in which the fiscal rules were interpreted and applied was too flexible, and the macroeconomic surveillance of structural policy was insufficiently rigorous. However, following the financial crisis of 2008-2009, it became apparent that these imbalances had a destabilising effect.

Aware of the seriousness of the situation, the European Council had already at the beginning of 2010 decided to strengthen the economic governance of the European Union (EU), including its fiscal rules. The Van Rompuy task force was set up, and the European Commission (EC) drafted six legislative proposals which were formally approved in amended form by the European Parliament and the Ecofin Council in the autumn of 2011 (the "Six-Pack"). The EC then proposed two additional regulations to ensure more rigorous budgetary surveillance (the "Two-Pack"). In addition, the EU Member States – except for the United Kingdom and the Czech Republic – concluded a new intergovernmental treaty on stability, coordination and governance in the Economic and Monetary Union. In parallel with these measures to strengthen governance within the EU, various mechanisms have been set up since the beginning of 2010 to contain the debt crisis, and a number of Member States have received emergency funding from the EU and the International Monetary Fund.

Key words: economic governance in the EU, stability and growth pact, macroeconomic imbalance procedure

JEL codes: E61, E62

Abstracts from the Working Papers series

218. Economic importance of air transport and airport activities in Belgium – Report 2009, by X. Deville, S. Vennix, December 2011

The study assesses the economic importance of air transport and airport activities in Belgium in terms of employment, value added and investment over the period 2007-2009. The sector considered embraces not only business directly connected with air transport, but also all the activities which take place on site at the six Belgian airports (Antwerp, Brussels, Charleroi, Kortrijk, Liège, Ostend). The direct and indirect effects of the sector are estimated respectively on the basis of microeconomic data (mainly obtained from the Central Balance Sheet Office) and macroeconomic data (from the National Accounts Institute). The study also includes an analysis of the social balance sheet and certain ratios on the basis of Central Balance Sheet Office information.

In 2009, the air transport sector thus defined generated over € 6.1 billion in direct and indirect value added (or 1.8 % of Belgium's GDP), and provided direct or indirect employment for 80 300 people in full-time equivalents (or 2 % of domestic employment in FTE). Brussels Airport was the most affected by the decline in global traffic in 2009, as a result of the economic crisis: in that year, it ceased to be Belgium's principal cargo airport, ceding that position to Liège Airport. However, the national airport still ranks first in the passenger market, accounting for almost three-quarters of traffic in 2010, despite the exponential growth of traffic at Charleroi Airport. Together, these two airports accounted for almost 97 % of passenger traffic passing through Belgium in 2010.

219. Comparative advantage, multi-product firms and trade liberalisation: An empirical test, by C. Fuss, L. Zhu, January 2012

The paper investigates how economies of scope in multi-product firms interact with comparative advantage in determining the effect of trade liberalisation on resource reallocation, using Belgian manufacturing firm- and firm-product-level data over the period 1997-2007. The authors first provide evidence on industry integration induced by multi-product firms producing simultaneously in multiple industries and on the extent to which industry integration occurs between industries that have different degrees of comparative advantage. They then examine the impact of opening up trade with low-wage countries on both inter- and intra-industry resource reallocation, taking into account heterogeneity in the integration rate across sectors and industries. Their results indicate that, within more closely integrated sectors, trade liberalisation with low-wage countries leads to less reallocation from low-skill-intensity (comparative-disadvantage) industries to high-skill-intensity (comparative-advantage) industries, both in terms of employment and output. More integrated

industries experience less skill upgrading after trade liberalisation with low-wage countries. Furthermore, within sectors with a low integration rate, trade liberalisation with low-wage countries induces relatively more aggregate total factor productivity (TFP) and average firm output growth in comparative-advantage industries than in comparative-disadvantage industries, in line with the prediction made by Bernard, Redding and Schott (2007), while the opposite is true in highly integrated sectors. Decomposition of the industry-level aggregate TFP changes reveals that the result is mainly driven by reallocation between incumbent firms within industries. Overall, the results are highly consistent with the predictions of the Song and Zhu (2010) model.

220. Institutions and export dynamics, by L. Araujo, G. Mion, E. Ornelas, February 2012

The authors study the role of contract enforcement in shaping the dynamics of international trade at the firm level. They develop a theoretical model to describe how agents build reputations to overcome the problems created by weak enforcement of international contracts. They find that, all else equal, exporters start their business activities with higher volumes and remain as exporters for a longer period in countries with better contracting institutions. However, conditional on survival, the growth rate of a firm's exports to a country decreases with the quality of the country's institutions. These predictions are tested using a rich panel of Belgium exporting firms from 1995 to 2008 to every country in the world. The authors adopt two alternative empirical strategies. In one specification, firm-year fixed effects are used to control for time-varying firm-specific characteristics. Alternatively, selection is modelled more explicitly with a two-step Heckman procedure using "extended gravity" variables as exclusion restrictions. Results from both specifications support the predictions. Overall, the findings suggest that weak contracting institutions cannot be regarded simply as an extra sunk or fixed cost to exporting firms; they also significantly affect firms' trade volumes and have manifold implications for firms' dynamic patterns in foreign markets.

221. Implementation of EU legislation on rail liberalisation in Belgium, France, Germany and The Netherlands, by X. Deville, F. Verduyn, March 2012

The study provides a detailed and easy-to-read overview of railway liberalisation in Belgium and the three neighbouring countries. The European Union's liberalisation Directives are often complex and implemented in very specific ways in the different Member States. The analysis goes into some detail about the Commission's underlying motives and economic theories for letting network industries, which had previously been regarded as natural monopolies, convert into competitive enterprises with the separation of infrastructure from operations.

The study takes a look at the impact of the European rail liberalisation Directives in Belgium and its neighbours – France, Germany and the Netherlands. There are considerable variations in the way in which the Directives are applied. This is reflected in the way in which the infrastructure was separated from the transport services within the railway companies, and in the degree of market opening in freight and passenger transport.

The analysis shows that the dominance of the former monopolists in the different Member States means that private rail operators still face major obstacles. The financial analysis of the railway companies reveals wide variations in economic performance. The combination of better balance sheet figures and a bigger domestic market means that some major players in Europe are financially better off, giving them superiority over the smaller railway companies. This raises the question whether these circumstances will ultimately lead to distortion of competition.

222. Tommaso Padoa-Schioppa and the origins of the euro, by I. Maes, March 2012

Tommaso Padoa-Schioppa was one of the great architects of the euro. He is remembered in particular as co-rapporteur for the Delors Committee and as a founding member of the European Central Bank's Executive Board. For Padoa-Schioppa, becoming Director-General of the European Commission's DG II (from 1979 to 1983), was a defining moment in his career and life. This period is the main focus of this paper. At the Commission, Padoa-Schioppa's main priority was the European Monetary System, which was launched in March 1979. He was closely involved in several projects to strengthen the EMS, to improve economic policy convergence and the position of the ECU. The other main objective for Padoa-Schioppa was the strengthening of DG II's analytical capacity, especially its model-building capacity and its links with the academic world. As such, he played a crucial role in the professionalisation of economics at the Commission and in preparing DG II for the important role it would play in the EMU process. At the Commission, Padoa-Schioppa also became immersed in several European networks. Of crucial importance here were his contacts with Jacques Delors. This would be of major importance for his further career, becoming one of the architects of the single currency.

223. (Not so) easy come, (still) easy go? Footloose multinationals revisited, by P. Blanchard, E. Dhyne, C. Fuss, C. Mathieu, March 2012

The paper revisits the hypothesis surrounding the "footloose" nature of multinational firms (MNFs). Using firm-level data for Belgium over the period 1997-2008, the authors rely on a Probit model and take into account the endogeneity of the determinants of firm exit. Their results may be summarised as follows. First, the unconditional exit probability of MNFs is lower than that of domestic firms. Second, controlling for firm and sector characteristics – firm age, total factor productivity, sunk costs, size, competition on the product market, sector-level value added growth, and sector dummies – the difference between the exit probability of MNFs and domestic firms becomes positive. Third, the results show that MNFs are less sensitive to sunk costs and size than domestic firms, which may be interpreted as lower exit barriers due to greater possibilities of relocating tangible and intangible assets to foreign affiliates.

224. Asymmetric information in credit markets, bank leverage cycles and macroeconomic dynamics, by A. Rannenberg, April 2012

The paper adds a moral hazard problem between banks and depositors, along the lines of Gertler and Karadi (2011), to a Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) model with a costly state verification problem between entrepreneurs and banks as in Bernanke, Gertler and Gilchrist (1999, BGG). This modification amplifies the response of the external finance premium and the overall economy to monetary policy and productivity shocks. It enables the model to match the volatility and correlation with output of the external finance premium, bank leverage, entrepreneurial leverage and other variables in US data better than a BGG-type model. A reasonably calibrated simulation of a bank balance sheet shock produces a downturn of a magnitude similar to the "Great Recession"

Signes conventionnels

€	euro
\$	dollar
e	estimation de la Banque
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire

Liste des abréviations

Pays ou régions

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
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
EA	Zone euro
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
LV	Lettonie
LT	Lituanie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE-25	Union européenne, à l'exclusion du Royaume-Uni et de la République tchèque
UE-27	Union européenne
US	États-Unis

Autres

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
AIG	American International Group
AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility
BCE	Banque centrale européenne
BFP	Bureau fédéral du plan
BIS	Bank for International Settlements
BNB	Banque nationale de Belgique
BNS	Banque nationale suisse
CE	Commission européenne
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
Cocof	Commission communautaire française
Cocom	Commission communautaire commune
CPE	Comité de politique économique
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
CREG	Commission de Régulation de l'Électricité et du Gaz
DGSIE	Direction générale Statistique et information économique (SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie)
EDP	Déficits publics excessifs
ELA	Emergency Liquidity Assistance
Eonia	Euro Overnight Index Average
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee (États-Unis)
GSE	Government-Sponsored Enterprise
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institutions financières monétaires
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Impôt des personnes physiques
Libor	London Interbank Offered Rate
LSAP	Large-Scale Asset Purchases
MBS	Mortgage-Backed Securities
MES	Mécanisme européen de stabilité
MESF	Mécanisme européen de stabilisation financière
NBER	National Bureau of Economic Research
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight Index Swap
OMT	Objectif à moyen terme
ONEM	Office national de l'emploi

ONSS	Office national de sécurité sociale
OTAN	Organisation du Traité de l'Atlantique nord
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
PDM	Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques
PIB	Produit intérieur brut
PSI	Private Sector Involvement
QE	Quantitative Easing
Q&A	Questions and answers
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes
SMP	Securities Markets programme
SNF	Sociétés non financières
SPF	Service public fédéral
TAF	Term Auction Facility
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TSCG	Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire
TSLF	Term Securities Lending Facility
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire

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

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustrations : Banque nationale de Belgique
Couverture et mise en page : BNB AG – Prepress & Image
Publié en juin 2012

