

La transmission des impulsions de politique monétaire en Belgique

V. Périlleux

Q. Wibaut⁽¹⁾

La participation de la Belgique à l'union monétaire européenne lui apporte les bénéfiques microéconomiques d'un vaste espace commercial et financier sans risque de change et les avantages macroéconomiques procurés par une banque centrale indépendante ayant reçu le mandat clair de maintenir la stabilité des prix. Le coût éventuel du renoncement à une politique monétaire autonome – lequel avait été en quelque sorte anticipé par l'adoption d'un objectif de cours de change vis-à-vis du mark allemand en 1990 – dépend non seulement de la probabilité pour l'économie belge d'être confrontée à des chocs spécifiques mais aussi de la mesure dans laquelle la réaction aux impulsions de la politique monétaire unique risque d'être atypique.

En vue de fournir des éléments de réponse à cette dernière question, le présent article décrit d'abord schématiquement le processus de transmission des impulsions de politique monétaire, en épinglant çà et là certaines spécificités de l'économie belge. Il présente ensuite les résultats de simulations macroéconomiques.

1. Complexité de la transmission des impulsions de politique monétaire

1.1 De l'instrument à l'objectif, un long parcours

Les effets de la politique monétaire sur l'activité et les prix ne peuvent être analysés sans distinguer différents horizons temporels. Ainsi, c'est en maintenant la stabilité des prix à moyen et long termes que les autorités monétaires créent l'environnement le plus favorable à

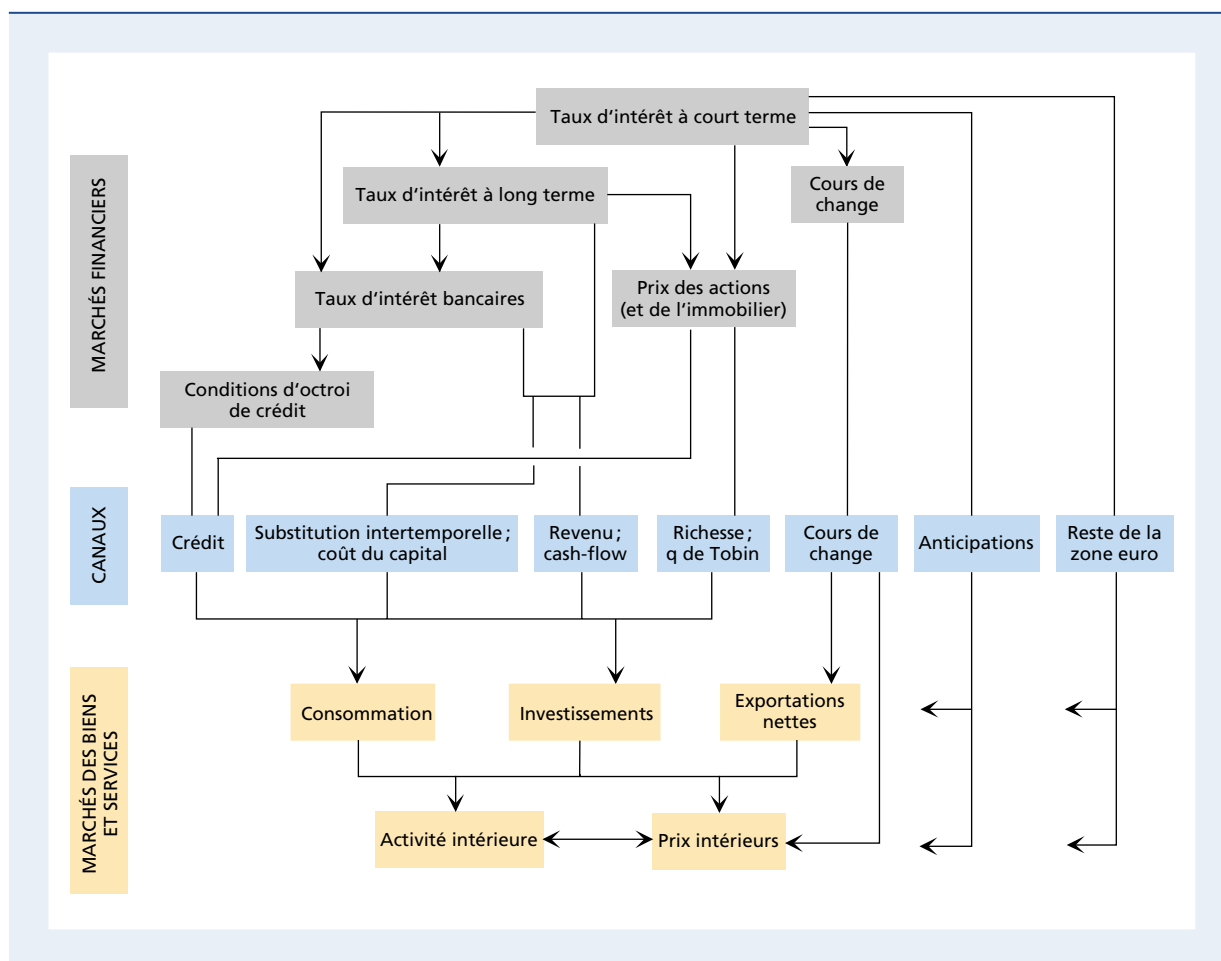
une croissance durable. À cet égard, la mission conférée à l'Eurosystème et la disparition du risque de change au sein de la zone euro donnent aux agents économiques belges l'assurance d'une stabilité monétaire dans un vaste espace économique.

À plus court terme, les autorités monétaires contribuent à la stabilisation de la croissance, puisqu'elles tiennent compte de ce que les fluctuations conjoncturelles engendrent des pressions à la hausse ou à la baisse sur les prix. Le souci de stabiliser l'activité explique aussi que l'objectif de stabilité des prix soit défini à moyen terme, ce qui permet une réaction graduelle à certains chocs sur les prix. Il ne peut cependant faire place à une volonté de stimuler l'activité au détriment de la stabilité des prix, ce qui provoquerait un relèvement des anticipations inflationnistes.

La banque centrale cherche à atteindre ses objectifs en réagissant aux divers chocs qui affectent l'économie. Ainsi, la demande peut être poussée à la hausse par une « exubérance financière », par de fortes hausses de salaires, par une politique budgétaire laxiste, par une vive expansion à l'étranger, etc. Si de tels chocs suscitent des tensions inflationnistes, la banque centrale peut être amenée à freiner l'expansion économique, afin de conserver un environnement propice à la croissance à plus long terme. Au contraire, l'offre peut être relevée par des gains de productivité accrus. Dans un tel cas, un assouplissement de la politique monétaire peut être requis pour

(1) Les auteurs remercient K. Burggraeve et Ph. Jeanfils pour les simulations macroéconomiques qu'ils ont effectuées et pour leurs commentaires.

GRAPHIQUE 1 PRINCIPAUX CANAUX DE TRANSMISSION DES IMPULSIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE ⁽¹⁾



(1) Ce schéma simplifie l'ensemble des interactions existant entre les différentes variables présentées pour ne mettre en évidence que les principales relations par lesquelles transite une impulsion de politique monétaire avant d'affecter les marchés des biens et des services.

favoriser l'ajustement de la demande. Un renchérissement du pétrole est un choc plus embarrassant, qui exerce un effet dépressif sur l'activité et pousse les prix à la hausse. La banque centrale doit veiller à ce qu'il ne déclenche pas de dérive inflationniste.

La forte imbrication de l'économie belge dans le tissu européen en rend les évolutions similaires à celles de la zone euro. Au cours des dernières décennies, elle a été peu affectée par des « chocs asymétriques » et n'a guère réagi de manière asymétrique à des chocs communs. La Belgique figure, avec la France, l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche, parmi les pays dont les évolutions en termes d'activité et de prix ont été les plus proches de la moyenne de la zone euro dans la période 1993-2000⁽¹⁾.

Les impulsions de la politique monétaire sont des chocs (ou contre-chocs) particuliers, qui n'affectent qu'indirectement l'activité et les prix. En effet, la banque centrale

n'exerce une emprise directe que sur les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire. Ceux-ci influencent d'autres variables financières qui, à leur tour, agissent sur les comportements sur les marchés des biens et services et du travail, où se forment coûts et prix (graphique 1). Dans tout ce processus de transmission, les attentes des agents économiques – opérateurs financiers et acteurs de la formation des salaires et des prix en particulier – jouent un rôle essentiel.

1.2 L'influence exercée sur les variables financières

Les anticipations des agents économiques jouent dès les premières étapes de la transmission des impulsions de politique monétaire. En effet, un relèvement identique du taux d'intérêt à très court terme exerce des effets très

(1) Cf. S. Ide et Ph. Moës (2003).

différents sur la courbe des rendements selon la manière dont il est perçu. S'il a été anticipé, il ne modifie guère les taux à plus long terme. Non anticipé et s'il est considéré comme durable, par exemple parce qu'il laisse augurer de meilleures perspectives de croissance, il peut entraîner toute la courbe vers le haut. Il peut, au contraire, provoquer une baisse des taux à long terme s'il renforce la crédibilité anti-inflationniste de la banque centrale.

Les taux à long terme dans la zone euro ne dépendent d'ailleurs pas uniquement de la politique monétaire de l'Eurosystème et de son orientation future attendue mais peuvent aussi être entraînés par d'autres facteurs. Ils subissent ainsi l'influence directe des taux à long terme aux États-Unis, un phénomène qui fut marquant lors du relèvement brutal des taux du marché obligataire mondial en 1994.

Dans le cas des cours de change, la multiplicité des facteurs pris en considération lors de la formation des anticipations est telle que la réaction normale à un relèvement du taux d'intérêt à court terme, à savoir, sous l'hypothèse de taux d'intérêt constants à l'étranger, l'appréciation de la monnaie en laquelle les placements sont devenus plus rémunérateurs, ne se manifeste pas toujours. C'est pourquoi il est important, dans tout exercice empirique d'évaluation des effets de la politique monétaire, de pouvoir distinguer le canal du cours de change.

Les taux d'intérêt des marchés monétaire et obligataire déterminent à leur tour les taux débiteurs et créditeurs appliqués par les banques. Un prochain article sera consacré à la formation des taux bancaires en Belgique. Les changements dans l'orientation de la politique monétaire peuvent aussi affecter les autres conditions de l'octroi de crédit bancaire. Ainsi, un relèvement des taux d'intérêt, susceptible, toutes choses égales par ailleurs, de détériorer la situation financière des emprunteurs, peut conduire les banques à rationner le crédit dans la mesure où elles craignent que des taux plus élevés ne leur amènent des projets trop risqués (sélection adverse).

À la suite d'un resserrement de la politique monétaire, le ralentissement de l'octroi de crédit et l'attrait accru des placements en titres freinent l'expansion de la masse monétaire.

Enfin, une hausse des taux d'intérêt fait normalement baisser les prix d'actifs, qui constituent la valeur actualisée de recettes futures, tels que les cours des actions et des obligations existantes, ainsi que les prix de l'immobilier.

1.3 Les canaux de l'influence des variables financières sur les variables réelles

Un relèvement des taux d'intérêt par la banque centrale⁽¹⁾ est susceptible d'affecter les variables de l'économie dite réelle par divers canaux. Le plus traditionnel est celui des choix intertemporels : les agents économiques sont incités à substituer des actifs financiers, devenus plus rémunérateurs, à des actifs réels, ou encore à comprimer leur endettement, et donc à différer leurs dépenses de consommation et d'investissement. On parlera généralement de canal de la substitution dans le cas du consommateur et de canal du coût du capital dans le cas de l'entreprise. Les dépenses en biens de consommation durables, en immeubles, en équipements et en stocks sont le plus affectées par ces effets car elles peuvent être plus facilement reportées.

Par ailleurs, une augmentation des taux d'intérêt alourdit la charge d'intérêts des débiteurs et accroît le revenu des créanciers. Ces effets de revenu sont d'autant plus rapides que les prêts existants sont de courte durée. On observe à ce propos que, en Belgique, comme dans la plupart des pays de la zone euro, le financement à moyen et long terme est prépondérant, en particulier en ce qui concerne le crédit hypothécaire⁽²⁾. La demande de biens et services sera affectée dans la mesure où les propensions à dépenser le revenu courant des uns et des autres sont différentes. L'effet de revenu sera généralement positif chez les ménages considérés dans leur ensemble et négatif pour les entreprises, dont le flux de trésorerie (cash-flow) se resserre (voir ci-après), et pour les administrations publiques.

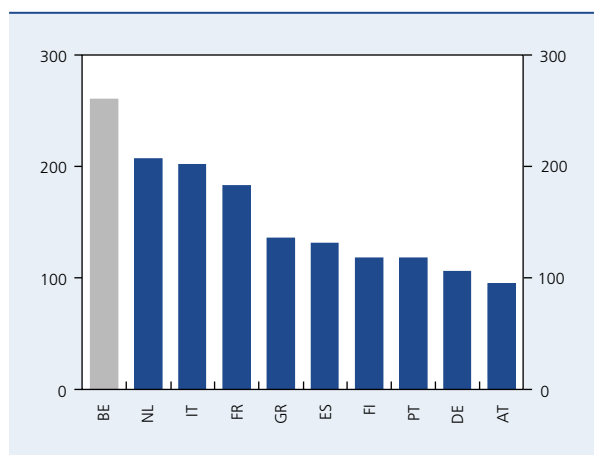
La dévalorisation du patrimoine suscitée par un relèvement des taux d'intérêt exerce en revanche un effet de richesse négatif sur la consommation des ménages, pour autant qu'elle soit perçue comme relativement permanente. L'ampleur des effets de richesse dépend de nombreux facteurs. En Belgique, comme dans la plupart des pays de la zone euro, il semble qu'il soit relativement limité, notamment par comparaison avec les États-Unis⁽³⁾. Il pourrait cependant avoir augmenté étant donné la diffusion de la détention d'actions, en particulier par le biais d'organismes de placement collectif.

(1) Les effets d'un abaissement des taux d'intérêt peuvent être considérés comme symétriques.

(2) À propos du marché du logement, voir V. Bagnat, D. Cornille et M. Druant (2003).

(3) Cf. B. Eugène, Ph. Jeanfils et B. Robert (2003).

GRAPHIQUE 2 ACTIFS FINANCIERS NETS DES MÉNAGES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO⁽¹⁾
(fin 2000, pourcentages du PIB)



Source : Report on Financial Structures, BCE, 2002.

(1) Les données pour l'Irlande et le Luxembourg ne sont pas disponibles.

La Belgique se distingue, certes, par la taille de la richesse financière nette des ménages, qui est en partie le corollaire de la hauteur de la dette publique (graphique 2). Toutefois, ce patrimoine se compose d'une part importante d'actions non cotées, peut-être recensées de manière plus complète que dans d'autres pays, et la différence par rapport à la moyenne de la zone euro quant à l'ampleur de la dette publique tend à se réduire.

La baisse du cours des actions provoquée par un resserrement de la politique monétaire est aussi susceptible de freiner l'investissement, car elle dissuade l'émission d'actions. Le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur de remplacement du stock de capital, connu sous le nom de q de Tobin, influence le choix entre acquisition de sociétés existantes et investissement. À nouveau, cet effet est sans doute moins prononcé dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Les effets négatifs d'un relèvement des taux d'intérêt sur la demande intérieure peuvent être renforcés par l'existence d'un canal du crédit, dû à l'imperfection des marchés financiers, qui sont caractérisés par l'asymétrie d'information. Un resserrement de la politique monétaire peut, en effet, provoquer non seulement une hausse du niveau général des taux d'intérêt mais aussi un élargissement de la prime de financement externe, voire un rationnement du crédit, car il est de nature à aggraver le problème d'asymétrie d'information. D'une part, les banques les moins liquides et solvables ne pourront pas compenser l'érosion des dépôts par des émissions de titres et devront

se montrer plus restrictives dans l'octroi de crédits (canal du prêt bancaire). D'autre part, la détérioration de la position bilantaire des firmes et la dévalorisation des garanties que peuvent présenter les emprunteurs rendront les banques plus prudentes (canal des bilans). On peut ainsi observer des phénomènes d'accélérateur financier.

L'existence d'un effet de « cash-flow » sur les investissements des entreprises est souvent considérée comme témoignant de celle d'un canal des bilans, puisqu'elle est le signe de contraintes de liquidité. Une analyse menée sur un large échantillon de sociétés belges a récemment montré qu'un tel effet était effectivement sensible dans l'industrie manufacturière et la construction, en particulier dans les branches à forte intensité capitalistique et pour les petites entreprises⁽¹⁾.

À l'échelle macroéconomique, toutefois, il apparaît que les sociétés belges sont relativement peu dépendantes du crédit octroyé par les banques résidentes. Cette situation résulte en partie d'un recours plus important au financement par des sociétés liées étrangères.

Contrairement aux autres canaux, le canal du cours de change comprend un impact direct sur les prix intérieurs : une appréciation de la monnaie réduit le coût des importations, ce qui se répercute plus ou moins rapidement sur les prix à la consommation. En outre, l'appréciation affecte négativement la demande adressée aux entreprises du secteur exposé, dont la position concurrentielle se détériore, de sorte qu'elle provoque une baisse des exportations nettes. Cet effet est atténué par l'augmentation du pouvoir d'achat des ménages, qui stimule leur consommation.

L'adoption de l'euro a profondément transformé le canal du cours de change, puisque seuls varient désormais les cours de change vis-à-vis des monnaies hors zone euro. Auparavant, il n'était pas rare que de fortes fluctuations de ces derniers provoquent des tensions entre monnaies du mécanisme de change européen, en particulier en cas de faiblesse du dollar. En outre, les modifications des cours de change issues de réalignements au sein de ce mécanisme étaient sans doute perçues comme plus permanentes que les fluctuations des cours des monnaies flottantes. Le canal du cours de change a donc perdu de son importance. En proportion de la demande finale, les échanges avec les pays hors zone euro sont cependant plus importants pour la Belgique que pour la plupart des pays de la zone : à cet égard, la Belgique se classe, avec la Finlande, les Pays-Bas et le Luxembourg, après

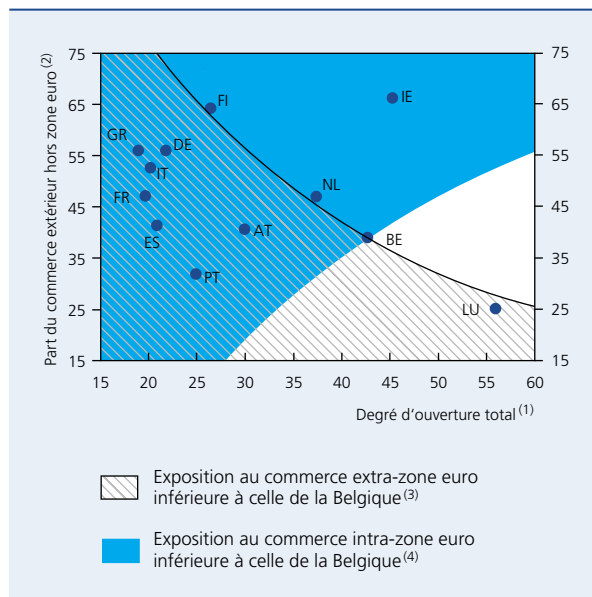
(1) P. Butzen, C. Fuss et Ph. Vermeulen (2001).

l'Irlande (graphique 3). Cette position provient notamment d'une prépondérance plus marquée des importations de biens intermédiaires et peut être influencée par un « effet portuaire ».

Par ailleurs, le resserrement de la politique monétaire est nécessairement commun à l'ensemble de la zone euro et ses effets sur l'économie belge dépendent largement de son incidence sur les partenaires commerciaux de la Belgique au sein de la zone. De tels effets de report seront particulièrement importants pour l'économie belge, qui est, après l'économie luxembourgeoise, la plus ouverte aux échanges avec le reste de la zone (graphique 3).

La description des canaux de transmission des impulsions de politique monétaire qui vient d'être esquissée n'est pas exhaustive. Ainsi, la hausse des charges d'intérêts des entreprises augmente les coûts et tend ainsi à réduire l'offre. L'interaction entre l'offre et la demande globales de biens et services et les réactions sur le marché du travail déterminent l'ampleur et le profil des effets de prix et de volume, un processus dans lequel les anticipations jouent aussi un rôle important.

GRAPHIQUE 3 DEGRÉ D'OUVERTURE DES ÉCONOMIES DE LA ZONE EURO



Sources : CE, ICN.

- (1) Moyenne des exportations et importations de biens et services en pourcentage de la demande finale.
- (2) Moyenne des exportations et importations de biens hors zone euro en pourcentage de la moyenne des exportations et importations totales de biens.
- (3) Zone dans laquelle le produit du degré d'ouverture total par la part du commerce extérieur hors zone euro est inférieur à ce même produit pour la Belgique.
- (4) Zone dans laquelle le produit du degré d'ouverture total par la part du commerce extérieur intra zone euro est inférieur à ce même produit pour la Belgique.

1.4 Effets de prix et de volume

Toutes choses égales par ailleurs, un relèvement des taux d'intérêt provoque une contraction de la demande globale supérieure au recul de l'offre, poussant de la sorte les prix à la baisse. Comme on l'a vu, ces derniers peuvent en outre être affectés plus directement par une appréciation de la monnaie sur le marché des changes.

La répartition des effets de la baisse de la demande sur l'activité et les prix respectivement dépend notamment du mode de formation des prix et des salaires, en particulier du degré de rigidité et de l'influence des anticipations. Une spécificité de la Belgique à cet égard est l'indexation automatique des salaires, qui en réduit la rigidité nominale et en accroît la rigidité réelle. L'indexation est cependant tempérée par la référence à un « indice-santé », duquel sont exclus les carburants, les boissons alcoolisées et le tabac, et accompagnée de la prise en compte explicite, dans les négociations salariales, de l'impératif du maintien de la compétitivité.

D'une manière générale, des rigidités nominales à la baisse ou la persistance d'anticipations inflationnistes impliquent qu'un resserrement de la politique monétaire provoque une contraction de l'activité relativement importante avant de produire l'effet attendu sur les prix, par le biais d'une sous-utilisation des équipements et de la force de travail. Dans un contexte d'inflation, un certain « sacrifice » en termes de croissance est donc nécessaire pour revenir à la stabilité des prix. Si, en revanche, le relèvement des taux d'intérêt restaure la crédibilité anti-inflationniste de la banque centrale, l'effet sur les prix peut être beaucoup plus rapide. Lorsque la banque centrale jouit d'une bonne crédibilité, la stabilité des prix peut être assurée plus aisément et la politique monétaire peut contribuer plus efficacement à la stabilisation de la croissance.

2. Un exercice de simulation

2.1 Les limites de l'exercice

La grande complexité du processus de transmission des impulsions de politique monétaire, dont les effets dépendent notamment de l'état de l'économie et du degré de crédibilité de la banque centrale, rend très difficile toute quantification de l'incidence de la politique monétaire sur l'activité et les prix. Les résultats d'estimations effectuées au moyen de modèles vectoriels autorégressifs (VAR) ou de modèles structurels sont donc des ordres de grandeur entachés d'incertitude. Ils procèdent d'une inévitable simplification des multiples interactions économiques et sont

donc sensibles aux choix de la modélisation. En outre, ils sont nécessairement fondés sur les régularités observées dans le passé, en l'occurrence un passé qui peut être différent de la situation actuelle, puisque le passage à la monnaie unique a représenté un changement structurel majeur.

Les travaux menés en 2001 au sein de l'Eurosystème, dont les principaux résultats ont été synthétisés dans le Bulletin mensuel de la BCE d'octobre 2002⁽¹⁾, ont montré que de multiples modèles convergeaient pour fournir l'image suivante: un relèvement temporaire du taux d'intérêt contrôlé par la banque centrale provoque une contraction passagère de l'activité et une baisse plus lente mais plus persistante des prix. Les modèles diffèrent cependant quant à l'ampleur et surtout quant au profil chronologique de ces effets.

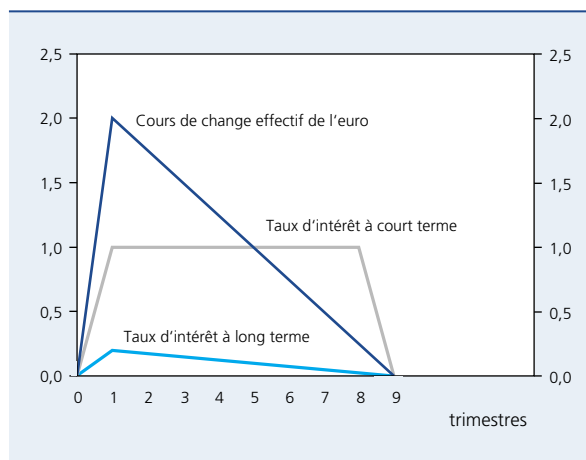
Les estimations présentées ci-après constituent une mise à jour de certaines simulations effectuées alors. Pour la zone euro, elles sont basées sur le modèle structurel multi-pays NiGEM développé par le National Institute for Economic and Social Research (NIESR) au Royaume-Uni. Les résultats de ce modèle constituent les variables d'environnement international utilisées dans la simulation relative à l'économie belge. Celle-ci est fondée sur le modèle structurel trimestriel de la Banque, qui a été mis à jour⁽²⁾.

2.2 Les hypothèses

Le choc monétaire considéré est un relèvement du taux directeur, de 100 points de base, pendant une période de deux ans, suivi du retour au niveau du scénario de base. Parmi les variables financières qui forment un chaînon de la transmission des impulsions de politique monétaire, il en est deux qui ont une importance cruciale: les taux d'intérêt à long terme et les cours de change. Dans l'exercice de simulation, la durée du choc (deux ans) est supposée connue. Sur la base de l'hypothèse de la parité non couverte des taux d'intérêt, le relèvement du taux d'intérêt à court terme de 1 point de pourcentage provoque une appréciation instantanée du cours de change effectif nominal de 2 p.c., suivie d'une dépréciation régulière pendant deux ans jusqu'à son niveau d'origine, de sorte que cette dépréciation compense l'écart de taux à court terme vis-à-vis du reste du monde. En outre, sur la base de l'hypothèse des attentes, cette même hausse du taux d'intérêt à court terme implique un relèvement instantané du taux d'intérêt à 10 ans de 0,2 p.c., suivi d'une baisse régulière pendant deux ans, de sorte que le rendement d'un placement à 10 ans reste équivalent à celui de placements successifs à court terme.

GRAPHIQUE 4 HYPOTHÈSES DE TAUX D'INTÉRÊT ET DE COURS DE CHANGE

(pourcentages de déviation par rapport au niveau de base)



L'incidence d'un relèvement des taux d'intérêt sans modification des cours de change sera aussi examinée, pour tenir compte du caractère particulièrement incertain de la réaction sur le marché des changes et pour mettre en évidence les spécificités du canal du cours de change.

2.3 Les effets sur l'activité et les prix dans la zone euro

Les simulations effectuées au moyen du modèle NiGEM pour la zone euro confirment la conclusion générale des travaux antérieurs, selon laquelle un resserrement de la politique monétaire provoque, toutes choses égales par ailleurs, une contraction temporaire de l'activité et une baisse plus lente mais plus durable des prix.

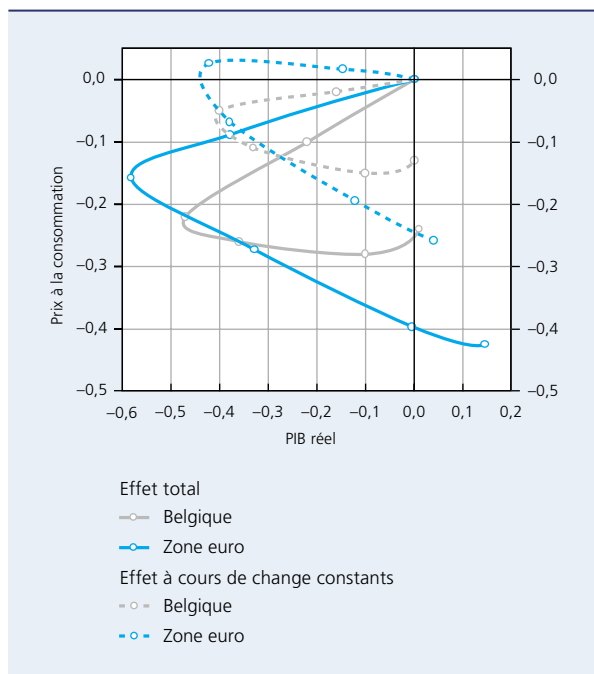
Si les cours de change sont maintenus constants, seule l'activité réagit au relèvement des taux d'intérêt au cours des deux premières années de la simulation. L'absence de baisse immédiate des prix, voire leur légère hausse, peut être due à leur rigidité, à l'incidence de l'augmentation du coût du capital sur l'offre et à la hausse des coûts unitaires du travail résultant d'une réaction lente de l'emploi et des salaires à la contraction de l'activité. Les prix baissent ensuite, en raison de la moindre utilisation des capacités productives de l'économie, et ce mouvement persiste bien après la fin du choc monétaire, tandis que l'activité revient au niveau de base.

(1) Pour un aperçu plus large, voir I. Angeloni, A. Kashyap et B. Mojon (2003).

(2) Le modèle publié en 2000 – cf. Ph. Jeanfils (2000) – a été réestimé sur une période plus longue et sur les nouvelles données des comptes nationaux (SEC 95) et les fonctions de consommation – cf. B. Eugène, Ph. Jeanfils et B. Robert (2003) – et d'investissement, entre autres, ont été reformulées.

GRAPHIQUE 5 EFFETS DU RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LE PIB RÉEL ET LES PRIX À LA CONSOMMATION

(pourcentages de déviation par rapport au niveau de base pendant les cinq premières années; chaque point représente une année)



Source : BNB.

Une réaction des cours de change au relèvement des taux d'intérêt amplifie la contraction temporaire de l'activité mais provoque surtout une baisse plus rapide et plus prononcée des prix. En effet, avant même d'influencer le niveau de la production, une modification du cours de change affecte directement le système des prix. La baisse du coût des importations se répercute en partie très rapidement dans les prix à la consommation – c'est le cas des importations de produits pétroliers ou de biens de consommation –, en partie plus lentement – c'est le cas des importations de biens d'équipements et de biens intermédiaires, dont la baisse de prix exerce un effet d'offre positif. En dépit de cette réaction plus ou moins rapide des prix, l'appréciation de l'euro pèse sur l'activité, dans la mesure où l'incidence de la perte de compétitivité l'emporte sur celle de l'amélioration du pouvoir d'achat intérieur.

2.4 Les effets sur l'activité et les prix en Belgique

Les effets d'un resserrement de la politique monétaire sur l'activité et les prix en Belgique n'apparaissent pas sensiblement différents de ceux qui ont été estimés pour la zone euro. Selon le modèle de la Banque, la contraction

temporaire de l'activité serait un peu plus faible et la baisse des prix serait plus rapide, que l'on tienne compte ou non du canal du cours de change.

Sous réserve des incertitudes évoquées ci-avant, notamment des différences de modélisation, il semble donc que plusieurs des spécificités de l'économie belge relevées dans la première partie de cet article, comme le haut niveau de la richesse nette des ménages ou le degré élevé d'ouverture vis-à-vis des pays hors zone euro, n'ont pas une incidence manifeste sur les conséquences macroéconomiques d'un resserrement de la politique monétaire. En revanche, l'indexation des salaires, qui constitue un handicap en d'autres circonstances, peut contribuer à une diffusion plus rapide des baisses de prix, notamment à la suite de l'appréciation de l'euro⁽¹⁾, et améliorer de la sorte le « taux de sacrifice », c'est-à-dire diminuer l'ampleur du recul de l'activité nécessaire pour réduire l'inflation. À l'inverse, l'indexation des salaires réduit l'effet expansionniste d'un assouplissement de la politique monétaire.

Le degré d'ouverture de l'économie belge vis-à-vis du reste de la zone euro, quant à lui, joue un rôle important, car une grande partie des effets de la politique monétaire provient des répercussions de celle-ci sur les économies des pays partenaires.

2.5 Les effets sur les principales composantes de la demande

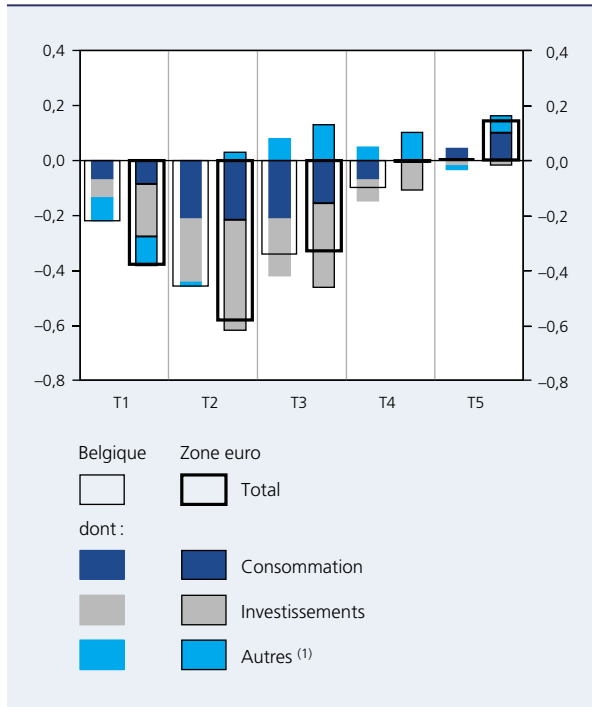
L'examen des conséquences du resserrement de la politique monétaire, y compris par le canal du cours de change, sur les principales composantes de la dépense à prix constants dans la zone euro, estimées au moyen du modèle NiGEM, montre la grande sensibilité des investissements. La contraction de ceux-ci, entraînée par un effet d'accélérateur mais retardée par des délais d'ajustement, contribue davantage au recul du PIB réel que celle de la consommation, dont le poids est pourtant supérieur. L'appréciation de l'euro provoque une diminution des exportations nettes la première année mais cet effet disparaît ensuite en raison de l'affaiblissement des importations.

Le recul moindre du PIB réel en Belgique les deux premières années, selon le modèle de la Banque, en comparaison de la zone euro, provient d'une moindre contraction des investissements, peut-être liée à une dépendance un peu moins marquée, à l'échelle macroéconomique, à l'égard du crédit bancaire, ainsi qu'à un effet d'accélérateur assez faible.

(1) L'indexation des salaires entraîne une moindre détérioration de la compétitivité et une moindre appropriation des gains de termes de l'échange par les salariés en cas d'appréciation de l'euro. Elle n'est cependant pas immédiate et l'indice santé n'est pas exhaustif.

GRAPHIQUE 6 EFFET DU RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LE PIB RÉEL ET SES PRINCIPALES COMPOSANTES

(contributions à la déviation du PIB réel par rapport au niveau de base pendant les cinq premières années, en points de pourcentage)



Source : BNB.

(1) Principalement exportations nettes de biens et services.

3. Conclusions

La première partie de cet article a mis en évidence la complexité de la transmission des impulsions de politique monétaire, qui est caractérisée par des délais longs et incertains et dépend notamment de l'état de l'économie et de la crédibilité de la banque centrale. Certaines spécificités de l'économie belge ont été évoquées, telles que son grand degré d'ouverture, surtout vis-à-vis des partenaires de la zone euro, l'ampleur du patrimoine financier des ménages, une dépendance à l'égard du crédit bancaire relativement faible à l'échelle macroéconomique ou encore l'indexation automatique des salaires.

Les simulations macroéconomiques présentées dans la seconde partie de l'article ont montré qu'en Belgique, comme dans la zone euro, un resserrement de la politique monétaire tend à provoquer une contraction temporaire de l'activité, à laquelle le recul de l'investissement contribue largement, et une baisse plus lente mais plus persistante des prix. L'appréciation de l'euro qui résulte normalement d'un tel choc de politique monétaire amplifie ses effets sur l'activité mais accélère surtout son incidence sur les prix. La réaction de l'économie belge ne paraît pas s'écarter manifestement de celle du reste de la zone euro. Elle semble légèrement plus modérée en volume, en raison d'une moindre sensibilité des investissements, et plus rapide en prix.

Références

I. Angeloni, A. Kashyap et B. Mojon, éd. (2003), « Monetary Policy Transmission in the Euro Area », Cambridge University Press.

Banque centrale européenne (2002), « Les conclusions récentes sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, octobre, pp. 43-53.

Banque centrale européenne (2002), « Report on financial structures ».

V. Bagnat, D. Cornille et M. Druant (2003), « Le marché belge du logement dans une perspective européenne », *Revue économique de la BNB*, 2^e trimestre, pp. 37-52.

P. Butzen, C. Fuss et Ph. Vermeulen (2001), « The interest rate and credit channels in Belgium: an investigation with micro-level firm data », *NBB Working Paper*, n° 18.

B. Eugène, Ph. Jeanfils et B. Robert (2003), « La consommation privée en Belgique », *NBB Working Paper*, n° 39.

S. Ide et Ph. Möes (2003), « Scope of asymmetries in the euro area », *NBB Working Paper*, n° 37.

Ph. Jeanfils (2000), « A model with explicit expectations for Belgium », *NBB Working Paper*, n° 4.