1. Économie mondiale et zone euro

1.1 Des évolutions hétérogènes dans les différentes zones économiques dues à des risques et à des incertitudes accrus 39

Encadré 1 – Le brexit et ses conséquences pour les entreprises belges

Encadré 2 – Le nouveau protectionnisme américain et ses effets économiques

1.2 L'activité s'est affaiblie dans la zone euro, mais la création d'emplois et l'inflation ont continué de progresser 55

Encadré 3 – Le rôle de la Banque dans la politique monétaire de l'Eurosystème

1.1 Des évolutions hétérogènes dans les différentes zones économiques dues à des risques et à des incertitudes accrus

L'économie mondiale a poursuivi sa croissance robuste en 2018. Des risques et des incertitudes grandissants ont toutefois influencé l'activité économique dans des mesures diverses dans certains pays, si bien que l'expansion s'est avérée moins uniforme sur le plan géographique. Alors que la croissance s'est essoufflée dans la plupart des pays avancés, elle s'est encore raffermie aux États-Unis, soutenue par une politique budgétaire expansionniste. Les économies émergentes ont, elles aussi, enregistré des évolutions hétérogènes. Les pays exportateurs de pétrole ont tiré profit de la nouvelle hausse des cotations sur les marchés internationaux, tandis que l'activité a continué de progresser à un rythme soutenu en Inde et en Chine. En revanche, la croissance de l'activité s'est ralentie dans certains pays importateurs de pétrole

Tableau 1

PIB des principales économies

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

				p.m. Contribution à la croissance du PIB mondial	*p.m. Part du PIB mondial*[1]
	2016	**2017**	**2018**	***2018***	
Économies avancées	1,7	2,4	2,3	*1,0*	*40,8*
dont :					
États-Unis	1,6	2,2	2,9	*0,4*	*15,2*
Japon	1,0	1,9	0,9	*0,0*	*4,2*
Zone euro	2,0	2,4	1,9	*0,2*	*11,4*
Royaume-Uni	1,8	1,8	1,4	*0,0*	*2,2*
Économies émergentes	4,4	4,7	4,6	*2,7*	*59,2*
dont :					
Chine	6,7	6,9	6,6	*1,2*	*18,7*
Inde	7,1	6,7	7,3	*0,5*	*7,7*
Russie	–0,2	1,5	1,7	*0,1*	*3,1*
Brésil	–3,5	1,1	1,3	*0,0*	*2,5*
Monde	3,3	3,8	3,7	*3,7*	*100,0*
p.m. Commerce mondial[2]	*2,2*	*5,3*	*4,0*		

Sources : BCE, Eurostat, FMI.

1 Selon les définitions du FMI et calculée sur la base des parités de pouvoir d'achat.

2 Moyenne des exportations et des importations de biens et de services.

présentant des déséquilibres intérieurs et extérieurs considérables, qui ont été mis sous pression par les marchés financiers. Dans ce contexte, le commerce international, qui s'était encore largement intensifié en 2017, s'est tassé dans le courant de 2018.

La politique menée aux États-Unis a marqué l'économie mondiale de son empreinte

Alors que l'économie américaine a tourné à plein régime en 2018, la croissance s'est érodée dans la plupart des autres économies avancées. Au Japon, les résultats économiques ont été largement influencés par des facteurs non récurrents, tels que les conditions météorologiques et des catastrophes naturelles. De ce fait, l'économie nippone a présenté un profil de croissance très erratique, alternant les trimestres de croissance et de recul. Au Royaume-Uni, l'activité a été soutenue par la consommation, mais l'incertitude entachant les négociations sur le brexit (cf. encadré 1) a encore exercé une influence négative sur les investissements. Depuis 2015, la croissance du PIB s'y est sensiblement repliée, si bien que le pays ne fait plus partie des grandes économies affichant les meilleures performances.

ENCADRÉ 1

Le brexit et ses conséquences pour les entreprises belges[1]

Le 23 juin 2016, une courte majorité de citoyens britanniques se sont exprimés par referendum en faveur d'une sortie de l'UE (« brexit »). En conséquence, le 29 mars 2017, le Royaume-Uni a notifié au Conseil européen son intention de quitter l'UE, déclenchant ainsi une procédure qui, au terme de deux ans, devrait mener, le 29 mars 2019, à la première sortie d'un pays de l'UE.

Le 25 novembre 2018, un accord a été conclu entre le gouvernement britannique et le Conseil européen, qui portait à la fois sur un accord de retrait et sur une déclaration politique sur la relation future entre l'UE et le Royaume-Uni.

Pour éviter une sortie de l'UE brutale et désordonnée, l'accord de retrait doit être ratifié à la fois par la House of Commons et par le Parlement européen. Du fait d'incertitudes de nature politique, le risque d'une absence de ratification avant le 29 mars est significatif du côté britannique.

L'accord de retrait est un traité international juridiquement contraignant qui fixe les termes de la séparation. Parmi de nombreux points, ses éléments-clés portent sur :

- les droits des citoyens européens établis au Royaume-Uni et des citoyens britanniques établis dans un État membre de l'UE avant la fin d'une période de transition ;
- le règlement financier, dont le principe est que les engagements financiers pris à 28 au sein de l'UE seront honorés à 28, y compris par le Royaume-Uni ;
- une procédure de règlement des conflits ;

1 Pour les questions relatives au brexit concernant le secteur financier, cf. la section G.7 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels ».

- une période de transition, selon laquelle le Royaume-Uni quittera l'UE et ses institutions le 29 mars 2019, mais la situation actuelle sera maintenue jusqu'au 31 décembre 2020 s'agissant du marché intérieur, de l'union douanière et des politiques européennes, avec les droits et obligations y afférents. D'un commun accord, cette transition pourra être étendue une fois, d'au maximum deux ans, c'est-à-dire donc éventuellement jusqu'à la fin de 2022.

La question de la frontière entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord est particulièrement épineuse, entre la volonté de ne pas rétablir de frontière physique entre les deux parties de l'île, d'une part, et la nécessité d'assurer les formalités liées au franchissement d'une frontière entre l'UE et un pays tiers, en particulier en ce qui concerne les échanges de biens, d'autre part. Une solution de dernier recours a été définie dans un protocole de l'accord de retrait, à savoir la création d'un territoire douanier entre l'UE et le Royaume-Uni. Elle serait appliquée jusqu'au moment où un accord définitif aura été conclu quant aux relations futures entre le Royaume-Uni et l'UE, comportant une solution alternative pour éviter une frontière physique.

La déclaration politique établit les paramètres de la négociation d'un « partenariat ambitieux, étendu, profond et flexible » dans de nombreux domaines. En matière économique, il est envisagé que le commerce de biens entre l'UE et le Royaume-Uni soit couvert par une « zone de libre-échange, combinant une coopération profonde en matières réglementaire et douanière ». Pour les services financiers, le concept-clé est celui des décisions d'équivalence. Les parties se sont engagées à préserver la stabilité financière, l'intégrité du marché, la protection des investisseurs et des consommateurs ainsi qu'une concurrence loyale (*fair competition*). Pour les autres services, l'objectif est d'atteindre un degré de libéralisation allant bien au-delà des engagements de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en s'inspirant des accords de libre-échange récents de l'UE. Si la libre circulation des capitaux et des paiements est maintenue, il n'en

irait plus de même de celle des personnes, mais des *mobility arrangements* devraient être établis sur la base d'une non-discrimination entre les États membres de l'UE et d'une entière réciprocité.

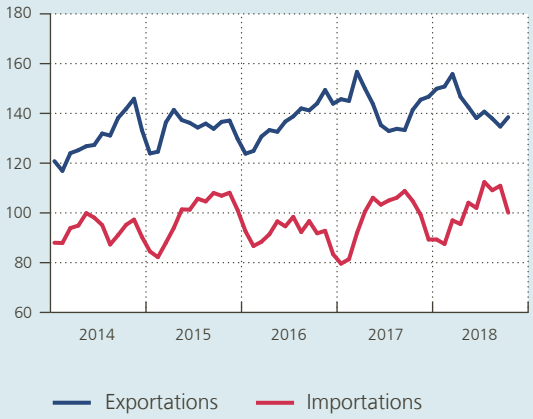
Des conséquences économiques potentielles considérables

Depuis 2016, l'incertitude suscitée par le referendum sur le brexit s'est essentiellement reflétée dans les mouvements de la monnaie britannique et dans le ralentissement de la demande intérieure de ce pays. Même si ces évolutions ont affecté les conditions de marché des exportateurs belges, les données du commerce extérieur ne suggèrent à ce stade pas de rupture dans les échanges de marchandises entre la Belgique et le Royaume-Uni. L'excédent commercial de la Belgique vis-à-vis du Royaume-Uni est par ailleurs resté important, atteignant environ 6,7 milliards d'euros en 2017 et quelque 4,5 milliards sur les neuf premiers mois de 2018.

Répercussions du brexit sur le taux de change de la livre sterling et sur les échanges commerciaux de la Belgique

Cours de change de l'euro vis-à-vis de la livre sterling

Évolution des échanges de biens de la Belgique avec le Royaume-Uni
(indices de valeur 2010 = 100, moyennes des trois derniers mois)



Sources : ICN, Thomson Reuters.

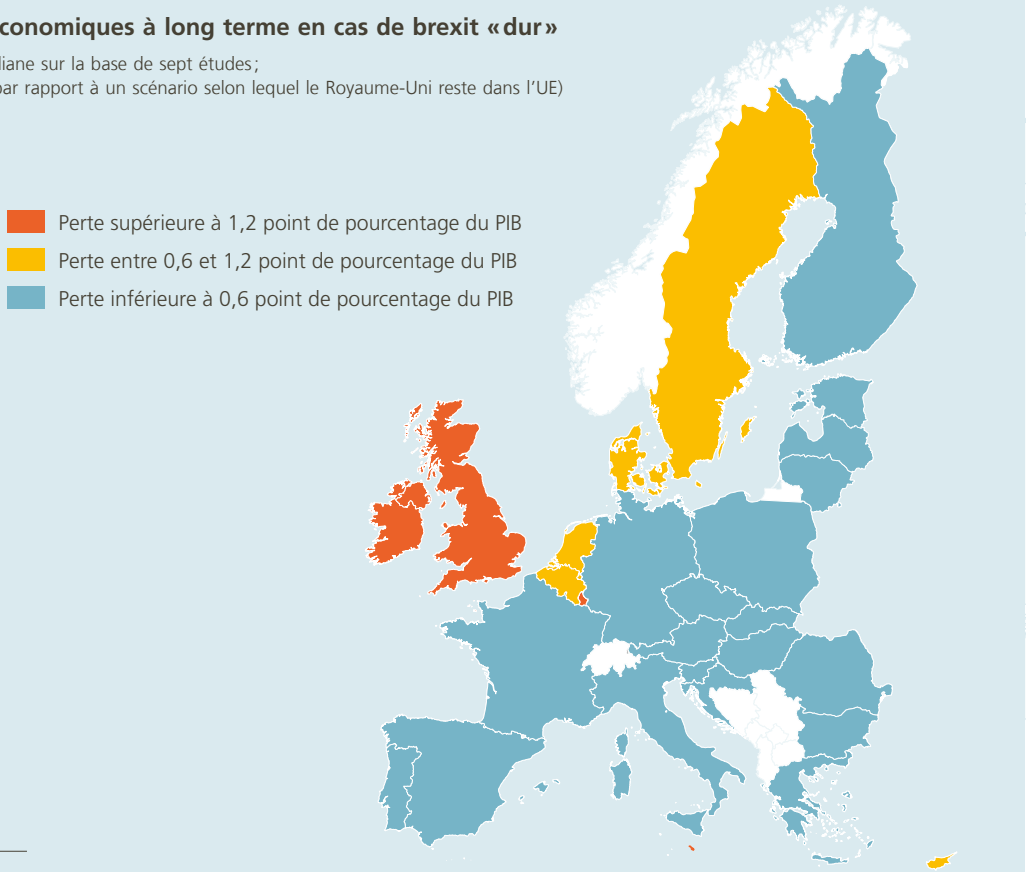
Diverses études présentent une estimation des coûts économiques à long terme du brexit. En l'absence d'accord sur des relations futures plus favorables que celles établies dans les règles de base de l'OMC, ceux-ci peuvent être substantiels. En considérant les seuls effets des coûts plus élevés des échanges commerciaux en raison des droits de douane et des barrières non tarifaires, l'impact en termes de perte de PIB serait supérieur à 3 % pour le Royaume-Uni et l'Irlande. Il atteindrait 1 % pour la Belgique, soit davantage qu'en moyenne dans l'UE (0,6 % du PIB). Ces effets seraient toutefois largement réduits en cas d'accord sur des relations plus approfondies.

Au-delà de ses effets sur le seul commerce, le brexit pourrait également peser sur les économies britannique et européennes si les incertitudes persistaient. Il pourrait aussi réduire l'attractivité de l'économie britannique pour les investissements directs étrangers et l'immigration de travailleurs, tandis que la moindre intégration

du pays dans l'économie européenne pourrait freiner durablement l'évolution de sa productivité. Aussi, la plupart des études estiment que le coût macroéconomique du brexit pourrait être encore bien plus élevé pour le Royaume-Uni, allant parfois jusqu'à 10 % du PIB, voire davantage selon des hypothèses extrêmes.

Coûts économiques à long terme en cas de brexit « dur »

(perte médiane sur la base de sept études ;
déviation par rapport à un scénario selon lequel le Royaume-Uni reste dans l'UE)



Source : Bisciari P. (2019), *A survey of the long-term impact of Brexit on the UK and on the EU27 economies*, NBB, Working Paper 366.

Impact sur les entreprises belges

Un grand nombre d'entreprises belges sont impliquées dans des échanges de biens et de services avec le Royaume-Uni. Selon les données de la TVA pour l'année 2017, plus de 41 000 entreprises sont directement exportatrices et/ou importatrices. Compte tenu aussi de leurs liens en tant que fournisseurs de ces entreprises directement impliquées, près de 67 % des firmes belges sont confrontées à la demande émanant du Royaume-Uni. De même, 24 % des entreprises belges s'approvisionnent elles-mêmes sur le marché britannique ou directement auprès d'importateurs, et risquent ainsi de devoir faire face à des hausses de coûts de production au travers du renchérissement des entrants en provenance du Royaume-Uni[1]. Le nombre d'entreprises potentiellement concernées augmente rapidement au travers des relations indirectes de fournisseur.

1 Cf. Dhyne E. et C. Duprez (2017), « It's a small, small world… A guided tour of the Belgian production network », *International Productivity Monitor,* 32, 84-96.

Parmi les entreprises qui exportent vers le Royaume-Uni, près de 8 000 PME seront particulièrement affectées. Pour 20 % d'entre elles, le Royaume-Uni était en effet en 2017 la destination de plus de la moitié de leurs exportations au sein de l'UE. La méconnaissance des procédures administratives liées aux exportations en dehors de l'UE, au-delà des tarifs qui pourraient frapper directement celles-ci, pénalisera également un grand nombre d'entreprises. On évalue à près d'un tiers la part des entreprises exportatrices vers le Royaume-Uni n'ayant jusqu'ici aucune expérience des démarches douanières associées aux exportations en dehors de l'UE.

Nombre d'entreprises belges actives dans des échanges de biens et de services avec le Royaume-Uni

(2017)

	Entreprises exportatrices	Entreprises importatrices	dont : Entreprises simultanément exportatrices et importatrices
Total	18 510	28 400	5 805
dont :			
Entreprises employant moins de 50 ETP	7 963	11 214	n.
Entreprises pour lesquelles le Royaume-Uni représente 50 % de leurs exportations vers l'UE	6 105	n.	n.
Entreprises sans expérience passée des procédures d'exportation en dehors de l'UE	6 067	n.	n.

Source : BNB.

L'imposition de barrières tarifaires, mais surtout non tarifaires (comme la définition de règles spécifiques de conformité pour le marché britannique), impactera les flux commerciaux. Cela aura donc des conséquences sur le secteur belge de la logistique et du transport maritime. Le port de Zeebrugge est par exemple particulièrement exposé au commerce transmanche, et notamment aux échanges de véhicules automobiles. En l'absence d'accord, le secteur de la pêche serait aussi fortement touché, du fait de la perte d'accès aux eaux britanniques.

Accroître les efforts de préparation

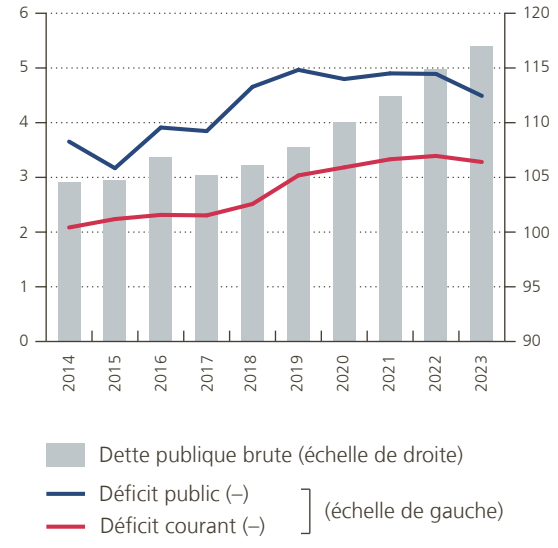
Afin de limiter les effets négatifs du brexit, il est impératif que les entreprises belges, et en particulier les PME, prennent les mesures nécessaires pour assurer la continuité de leurs opérations. Leur exposition au brexit ne se limite pas à leurs seules activités d'exportation et d'importation, mais concerne aussi l'accès aux services, l'ensemble de la chaîne logistique, les données et les services numériques (réglementation sur la vie privée), la propriété intellectuelle, l'implantation d'unités de production, etc. Pour s'y préparer, elles peuvent utilement se référer au service « Brexit Impact Scan » mis en ligne par le SPF Économie. Ces préparatifs sont nécessaires, que l'accord soit ratifié ou non, dans la mesure où le Royaume-Uni ne sera officiellement plus membre de l'UE. Afin de palier de possibles perturbations majeures en cas d'absence d'accord, les autorités européennes et belges ont initié la mise en œuvre de mesures de sauvegarde.

En 2018, l'économie mondiale et les marchés financiers ont avant tout subi l'influence des politiques menées aux États-Unis, lesquelles ont généré une grande incertitude. Ainsi, l'attitude protectionniste du pays a notamment suscité beaucoup d'inquiétude. En janvier, une première série de mesures commerciales ont été adoptées, avec l'instauration de tarifs douaniers temporaires sur les panneaux solaires et sur les machines à laver, suivies en mars par de nouveaux droits sur les importations d'aluminium et d'acier. Par ailleurs, les autorités américaines ont essentiellement ciblé la Chine. Le gouvernement Trump considère en effet certains aspects de la politique chinoise en matière de propriété intellectuelle et de transfert de technologie comme déloyaux et contraires aux intérêts américains. Pour lui, ces facteurs expliqueraient aussi pourquoi la Chine représente près de la moitié du déficit des échanges internationaux de marchandises des États-Unis. À la fin de septembre, des tarifs plus élevés ont été appliqués sur 250 milliards de dollars de produits chinois. Les tensions ne se sont toutefois pas limitées aux échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine. Ainsi, la renégociation de l'accord ALENA entre les États-Unis, le Canada et le Mexique a, elle aussi, régulièrement perturbé les marchés.

Graphique 1

Les États-Unis font face à un double déficit et la dette publique s'accroît

(pourcentages du PIB)



Source : FMI.

La politique économique intérieure des États-Unis n'est pas non plus restée sans conséquence pour le reste du monde. Même si l'activité économique américaine avait affiché une expansion continue en 2016 et en 2017, et si de plus en plus de signes faisaient état d'une utilisation complète des capacités de production, le gouvernement Trump a approuvé, à la fin de 2017 et au début de 2018, un vaste ensemble de mesures budgétaires de relance, qui ont encore soutenu l'économie américaine en 2018. Les réductions d'impôts ont renforcé la demande intérieure, tandis que la consommation a également profité de la nouvelle embellie sur le marché du travail, le taux de chômage étant retombé à 3,9 % en décembre, soit son niveau le plus bas depuis près de 50 ans. De surcroît, les cours pétroliers en hausse ont stimulé les investissements dans le secteur énergétique. Toutefois, la politique budgétaire expansionniste a aussi largement gonflé le déficit public, lequel est passé de 3,8 % du PIB en 2017 à 4,7 % en 2018, tandis que la dette publique est montée à 106,1 % du PIB. La vigueur de la demande intérieure a, en outre, avivé les importations, si bien que le déficit des opérations courantes avec le reste du monde a lui aussi augmenté, à 2,5 % du PIB.

Contrairement à ce qu'on a observé dans la plupart des autres économies avancées, la pénurie grandissante sur le marché du travail a conduit, aux États-Unis, à une accélération de la croissance des salaires, qui a à son tour contribué à relancer l'inflation, celle-ci ayant atteint l'objectif de 2 % de la banque centrale américaine. Dans ce contexte, la Réserve fédérale a poursuivi la normalisation de sa politique monétaire. Après cinq hausses de taux depuis la fin de 2015, elle a relevé encore son taux directeur à quatre reprises en 2018, à chaque fois de 25 points de base, celui-ci s'établissant dans une fourchette allant de 2,25 à 2,50 %.

La conduite d'une politique budgétaire procyclique dans une économie tournant à plein régime a néanmoins suscité, durant l'année, la crainte des investisseurs que l'économie américaine ne soit confrontée à une surchauffe et que la Réserve fédérale n'augmente les taux plus rapidement que prévu. Dans ce contexte, le dollar, qui s'était encore déprécié en 2017, a commencé à se renchérir dès février, ce mouvement se renforçant encore à partir d'avril. L'appréciation du dollar vis-à-vis des devises des autres grandes économies avancées a reflété les perspectives divergentes en matière de croissance et l'écart des taux directeurs

avec les États-Unis. Le dollar des États-Unis a néanmoins surtout progressé par rapport aux devises de nombreuses économies émergentes. L'appréciation de la monnaie américaine a provoqué un retournement du sentiment des marchés à l'égard de ces pays, certains d'entre eux ayant accumulé d'importantes dettes en dollars les années précédentes. De manière générale, le plus faible rendement, en dollars, des actifs libellés dans la devise de ces pays a entraîné des déplacements dans les positions des investisseurs. Bien que toutes les économies émergentes se soient, dans une certaine mesure, montrées vulnérables à l'égard du retournement du sentiment des investisseurs – ce qui s'est traduit par des fuites de capitaux et par des dépréciations de leurs devises –, ce sont avant tout les pays affichant des déficits considérables de leur compte courant et des besoins de financement élevés qui ont été les plus affectés. L'Argentine et la Turquie ont été particulièrement concernés. La situation dans ces pays a connu une escalade durant les mois d'été, la nette dépréciation du peso et de la lire ayant induit un nouveau dérapage de l'inflation. En Turquie, la situation s'est quelque peu stabilisée après que la banque centrale a relevé ses taux et que le gouvernement a annoncé des mesures budgétaires d'économie, tandis que les pouvoirs publics argentins ont finalement dû demander l'aide du FMI. Cette période de turbulences a exercé une influence négative sur l'activité dans les deux pays, de sorte que la croissance en Turquie s'est réduite de moitié par rapport à 2017, alors que l'Argentine est tombée en récession.

L'appréciation du dollar a entraîné un retournement du sentiment du marché à l'égard des économies émergentes

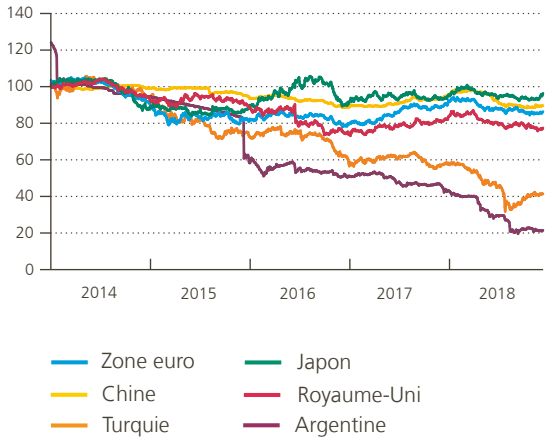
Outre les devises argentine et turque, le rand sud-africain, la roupie indienne, le réal brésilien et le rouble russe, notamment, ont aussi largement perdu de leur valeur. Néanmoins, ces devises se sont stabilisées ou se sont à nouveau quelque peu appréciées à l'automne. Le renminbi chinois a, lui aussi, subi une pression croissante à partir de juin, mais les interventions des autorités chinoises ont empêché le cours de change de dépasser le seuil de 7 renminbis par dollar.

L'activité en Chine a continué de progresser à un rythme robuste. Aux premier et deuxième trimestres, elle a, selon les chiffres officiels, encore affiché une croissance de près de 7 %, après quoi son rythme s'est quelque peu essoufflé. L'expansion de 6,6 % pour l'ensemble de l'année demeure toutefois dans la limite de l'objectif des autorités. Conformément à l'intention des autorités chinoises de rééquilibrer l'économie, l'activité a principalement été portée par une forte consommation, tandis que les investissements se sont infléchis. Ce sont essentiellement les investissements en infrastructures qui ont augmenté moins rapidement, à la suite des mesures adoptées pour limiter les activités du secteur bancaire parallèle, qui constitue une importante source de financement de ces investissements. De plus, la réduction structurelle de l'endettement dans les entreprises d'État et la surcapacité observée dans plusieurs branches industrielles ont elles aussi comprimé les investissements. La part de la consommation dans la croissance est ainsi passée de 53 % en moyenne au cours de la période 2005-2017 à 76 % en 2018. Néanmoins, à près de 40 % en 2017, la consommation y représente toujours une part du PIB nettement plus réduite que dans les pays avancés, où elle s'est élevée à quelque 60 % en moyenne. En dépit des tensions commerciales croissantes avec les États-Unis, les exportations chinoises ont poursuivi leur expansion en 2018, fût-ce à un rythme moins vigoureux qu'en 2017. Non seulement la dépréciation du renminbi a soutenu les exportations, mais, en outre, les entreprises américaines ont sans doute avancé en partie leurs importations en provenance de Chine, en anticipation d'une nouvelle hausse des droits

Graphique 2

Le dollar des États-Unis s'est apprécié

(données journalières, cours de change vis-à-vis du dollar, indices 2014 = 100)



Source : Thomson Reuters.

d'importation sur 200 milliards de dollars de produits chinois à partir de 2019. À la fin de 2018, l'instauration de ces nouveaux droits sur les importations a été reportée de janvier à mars 2019, en fonction de l'avancement des négociations commerciales entre les deux pays. À la fin de l'année, les exportations chinoises on toutefois affiché un net recul.

La politique des autorités chinoises a également tâché en 2018 de trouver un équilibre entre, d'une part, la volonté d'apporter un soutien suffisant à l'activité afin de prévenir un ralentissement trop brusque de l'économie et, d'autre part, le désir de limiter l'accumulation de risques financiers. Ainsi, la forte interdépendance entre les banques et le secteur bancaire parallèle, de même que la complexité croissante des instruments de placement émis par ce dernier, constituent des dangers potentiels qui pèsent sur la stabilité financière. Des mesures récentes ont visé, entre autres, à soumettre les établissements financiers et les produits de placement à une réglementation plus stricte et à instaurer un cadre macroprudentiel renforcé et une transparence accrue. À l'inverse, la Banque populaire de Chine – qui maintient officiellement une orientation neutre de sa politique monétaire – a notamment assoupli progressivement les exigences en matière de réserves appliquées aux banques, afin de faciliter l'accès au crédit des plus petites entreprises. La politique budgétaire est demeurée axée sur le soutien, même si ce dernier a de plus en plus été accordé par la voie d'allégements d'impôts plutôt que par des dépenses publiques en infrastructures.

Le rythme d'accroissement de l'économie indienne s'est encore intensifié, faisant une fois de plus de l'Inde la grande économie présentant la croissance la plus rapide en 2018. Les investissements ont bénéficié de l'incidence de réformes structurelles engagées précédemment – telles que l'harmonisation de la taxe sur les biens et sur les services et la nouvelle législation sur l'insolvabilité et les faillites –, tandis que les exportations ont été soutenues par la dépréciation de la roupie. Pour autant, l'économie indienne a été quelque peu freinée par la montée des cours pétroliers, par les problèmes de liquidité rencontrés par le secteur bancaire parallèle et par les conditions de financement moins propices.

Les pays producteurs de pétrole ont tiré profit du renchérissement du pétrole. La reprise s'est ainsi poursuivie en Russie et au Brésil. En Russie, les investissements ont toutefois souffert de l'incertitude entourant la probabilité de nouvelles sanctions américaines, tandis que l'interruption de la production résultant des grèves menées dans le secteur des transports en mai a tempéré la croissance brésilienne.

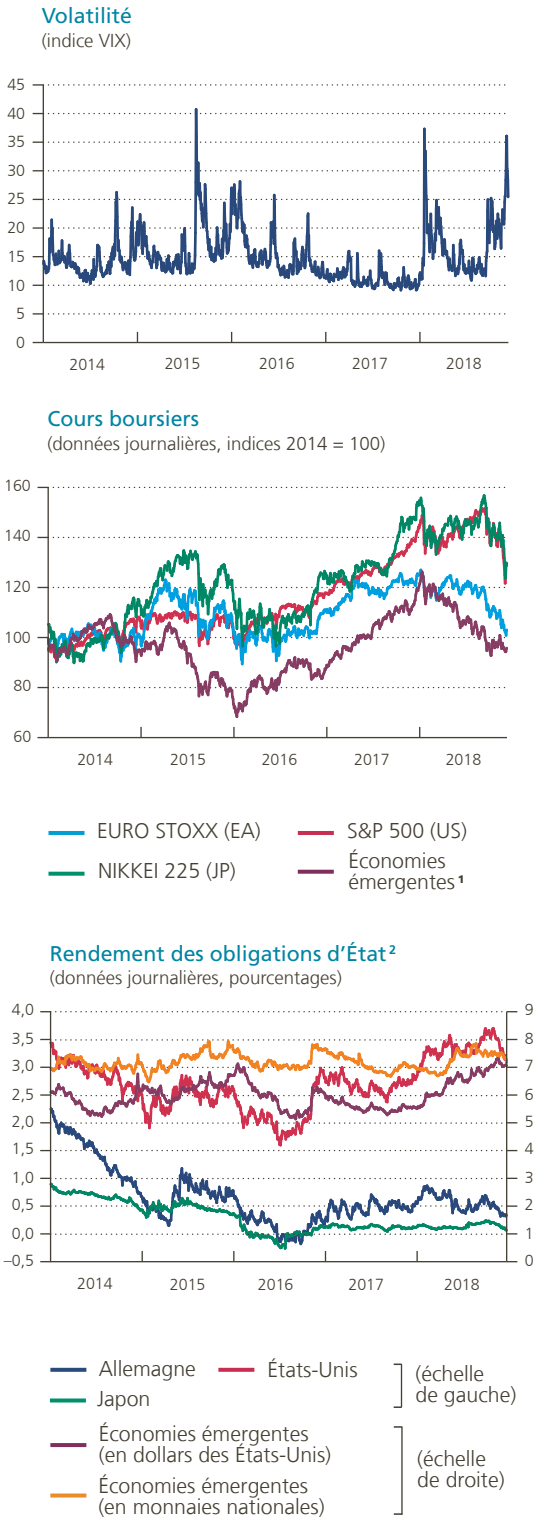
Après deux années de résultats particulièrement robustes, la situation sur les marchés financiers a été bien moins favorable

La volatilité sur les marchés financiers s'est vivement accrue en 2018. Les risques et les incertitudes qui ont pesé sur l'économie mondiale en 2018 ont exercé une incidence néfaste croissante sur les marchés financiers au fil de l'année. Les cours boursiers se sont initialement tassés à travers le monde au début de février, dans la foulée de l'exacerbation des tensions sur le commerce et de l'augmentation des anticipations d'inflation concernant les États-Unis, à la suite de la publication de hausses salariales plus vives qu'escompté. Dans les économies émergentes, les bourses ont par la suite continué de décliner. L'appréciation du dollar, conjuguée aux vulnérabilités accumulées par certains pays, est principalement à l'origine de cette évolution, de même que l'alourdissement des tensions sur le commerce et l'amoindrissement du dynamisme de l'économie chinoise. Dans les économies avancées, en revanche, les cours boursiers se sont ensuite momentanément redressés. Aux États-Unis, les marchés sont nettement repartis à la hausse au cours du printemps et de l'été, après la volatilité des bourses en février. À la faveur des solides résultats des entreprises, portés par les allégements d'impôts, les cours boursiers ont même dépassé le sommet absolu qu'ils avaient atteint en janvier. Au Japon et dans la zone euro, les cours des actions ont toutefois fluctué sans emprunter de direction claire. Les cours boursiers européens ont souffert de l'incertitude quant à l'incidence que pourrait avoir la politique commerciale américaine sur les exportations européennes ainsi que de la dégradation de la situation dans les économies émergentes, et plus particulièrement en Turquie. Les évolutions en Italie

La volatilité sur les marchés financiers a vivement augmenté

Graphique 3

Des marchés financiers volatils



Source : Thomson Reuters.

1 Indice MSCI Emerging Markets.

2 Économies avancées : obligations d'État à dix ans ; économies émergentes : indice JPM EMBI Global (en dollars des États-Unis) et indice JPM GBI (en monnaies nationales).

et celles du dossier du brexit ont également joué un rôle, pesant, en particulier, sur les cours des actions bancaires. À l'automne, la persistance des tensions sur le commerce, de même que les perspectives plus pessimistes quant à l'économie mondiale, ont cependant commencé à exercer un effet baissier plus généralisé sur les marchés boursiers. L'inquiétude grandissante des investisseurs quant aux perspectives de bénéfices des entreprises a dès lors entraîné une vague de ventes sur les places boursières du monde entier à partir d'octobre. Le secteur technologique américain – qui jouissait encore de perspectives de bénéfices extrêmement optimistes – a été particulièrement touché. La situation s'est encore aggravée à la fin de l'année, surtout aux États-Unis, après la publication de prévisions de croissance et d'inflation plus faibles par la Réserve fédérale et sur fond de fermeture imminente des services publics fédéraux (*shutdown*).

Les marchés obligataires ont également fait apparaître des évolutions divergentes entre les États-Unis et les autres économies avancées en 2018. Les taux d'intérêt des obligations d'État américaines ont poursuivi leur tendance haussière, creusant encore l'écart par rapport aux taux toujours historiquement bas des obligations publiques allemandes et japonaises. Ce constat a été le reflet des trajectoires divergentes des politiques monétaires et des anticipations d'inflation plus élevées aux États-Unis. Durant les deux derniers mois de l'année, les taux d'intérêt ont toutefois baissé dans toutes les économies avancées. Dans la zone euro, l'écart de taux entre les obligations d'État italiennes et allemandes s'est élargi. Ainsi, les taux d'intérêt en Italie ont sensiblement progressé en mai, durant les négociations sur l'accord de gouvernement entre la Ligue et le Mouvement 5 Étoiles. À la fin de septembre, les taux italiens ont encore grimpé, en raison de l'impulsion budgétaire proposée par le nouveau gouvernement. Les autres pays de la zone euro n'ont cependant été que légèrement contaminés, grâce notamment à la résistance accrue de l'économie européenne comparativement à ce qu'elle était au moment de la crise financière, ainsi qu'à l'instauration de l'union bancaire, qui a contribué à renforcer la structure institutionnelle de la zone euro. Dans les économies émergentes, les taux d'intérêt des obligations publiques sont repartis à la hausse en 2018, après qu'ils s'étaient repliés tout au long de l'année précédente. L'écart de taux par rapport aux obligations d'État américaines s'est surtout considérablement creusé dans les pays présentant d'importants déséquilibres externes.

Le commerce mondial a marqué le pas tandis que l'évolution des cours pétroliers a été très volatile

Après une croissance particulièrement vive l'année précédente, les échanges internationaux se sont à nouveau essoufflés dans le courant de 2018. C'est dans la zone euro que le rythme de croissance des flux commerciaux s'est le plus contracté. Ce tassement, qui a touché les différents États membres et branches d'activité, a notamment été la conséquence des nouveaux tests d'émission européens dans le secteur automobile et de l'appréciation antérieure de l'euro. Il est par ailleurs malaisé de déterminer dans quelle mesure les tensions grandissantes entre les États-Unis et la Chine ont jusqu'ici influé sur le commerce mondial. D'une part, les droits de douane américains ont surtout touché une série de branches d'activité spécifiques, qui ne représentent qu'une proportion mineure du commerce mondial. D'autre part, en raison de l'interconnexion mondiale des chaînes de production, les barrières au commerce peuvent exercer une plus grande incidence négative que le seul effet direct qu'elles ont sur les pays et les produits concernés. Qui plus est, l'inquiétude quant à l'intensification des tensions commerciales a incontestablement exercé une incidence négative sur la confiance et sur les projets d'investissement, comme l'atteste la croissance un rien plus modérée des investissements, ceux-ci s'appuyant fortement sur les échanges internationaux.

ENCADRÉ 2

Le nouveau protectionnisme américain et ses effets économiques[1]

Conformément à son discours de campagne, le président Trump a résolument choisi d'imprimer une orientation plus restrictive et plus agressive à la politique commerciale, avec pour dessein de « servir en premier les intérêts américains ». Les actions entreprises unilatéralement reposent sur une conception essentiellement mercantiliste du commerce international, selon laquelle le profond déficit commercial américain (552 milliards de dollars en 2017) représenterait un manque à gagner pour l'économie du pays. Elles consacrent la primauté de la souveraineté nationale et se rejoignent largement autour d'un même objectif : favoriser l'activité et l'emploi aux États-Unis.

Accords commerciaux

Peu après son arrivée à la Maison Blanche le 20 janvier 2017, Donald Trump a annoncé que les États-Unis se retiraient du Partenariat transpacifique négocié par son prédécesseur, Barack Obama, avec onze autres pays de la zone Pacifique. En août 2017, l'administration américaine a par ailleurs entamé une révision de l'ALENA avec le Canada et le Mexique. La renégociation a débouché, à la fin de septembre 2018, sur l'Accord États-Unis-Mexique-Canada, qui devrait entrer en vigueur le 1er janvier 2020.

Tarifs, menaces et rétorsion

L'administration Trump a également décidé d'imposer de nouveaux droits de douane sur une série de produits importés aux États-Unis. En janvier 2018, une mesure de sauvegarde a ainsi frappé 8,5 milliards de dollars d'importations de panneaux solaires et 1,8 milliard de dollars d'importations de machines à laver.

En mars 2018, les États-Unis ont annoncé que des tarifs douaniers additionnels de respectivement 25 et 10 % s'appliqueraient, et ce pour une durée indéterminée, aux importations américaines d'acier et d'aluminium, dont le montant total avoisinait 48 milliards de dollars en 2017. La mesure est entrée en vigueur le 23 mars, mais l'UE a bénéficié d'une exemption jusqu'au 1er juin. Bien que justifiés par des considérations de sécurité nationale, les nouveaux tarifs douaniers touchent essentiellement les alliés historiques des États-Unis.

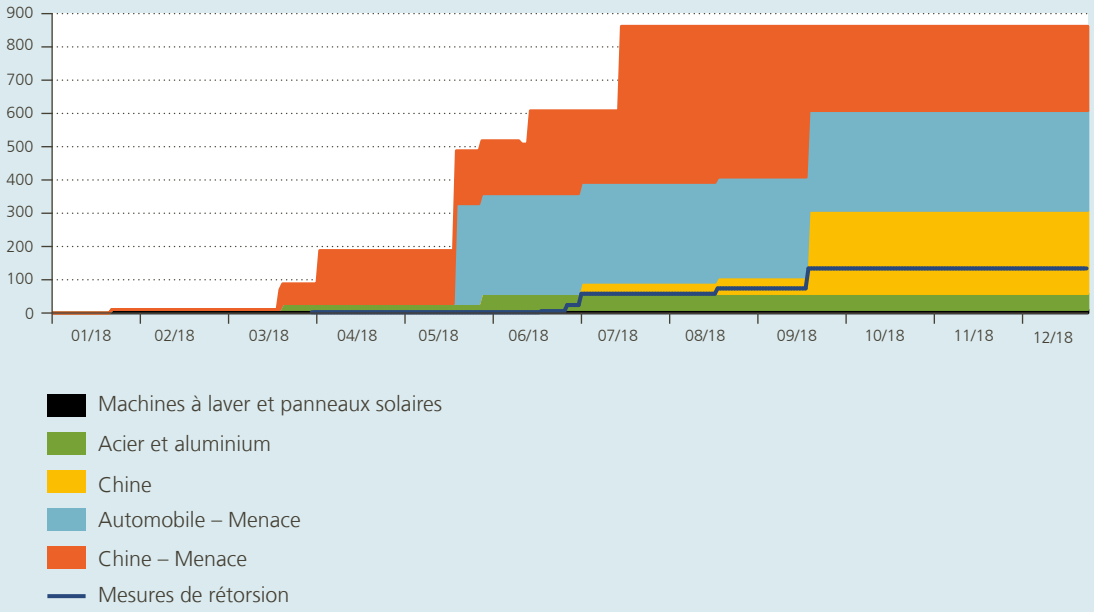
La Chine, accusée de pratiques commerciales déloyales, notamment en matière de propriété intellectuelle, a vu 50 milliards de dollars d'exportations vers les États-Unis frappées d'un nouveau tarif de 25 % et 200 autres milliards d'un tarif additionnel de 10 %.

En sus de l'imposition de nouveaux droits de douane, l'administration américaine a menacé de taxer la totalité des exportations chinoises de marchandises vers les États-Unis (environ 517 milliards de dollars en 2017) et de porter à 25 % les tarifs déjà adoptés. Elle a par ailleurs lancé une enquête concernant les importations américaines dans le secteur de l'automobile. Il est question d'un éventuel tarif de 20 à 25 % sur un montant qui pourrait atteindre 300 milliards de dollars.

1 Pour plus de détails, cf. Cordemans N, C. Duprez et K. Kikkawa (2018), « Le nouveau protectionnisme américain et ses effets sur l'économie belge », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-35.

Tarifs douaniers américains, menaces et mesures de rétorsion en 2018

(milliards de dollars des États-Unis)



Source : Peterson Institute for International Economics.

La plupart des partenaires commerciaux concernés par les nouveaux droits de douane sur l'acier et sur l'aluminium ont répliqué par des mesures de rétorsion à l'encontre des produits américains, pour un total de plus de 24 milliards de dollars. La Chine a répondu aux mesures américaines en appliquant des tarifs douaniers de 5 à 25 % sur 110 milliards de dollars d'exportations américaines.

Quels effets pour l'économie mondiale ?

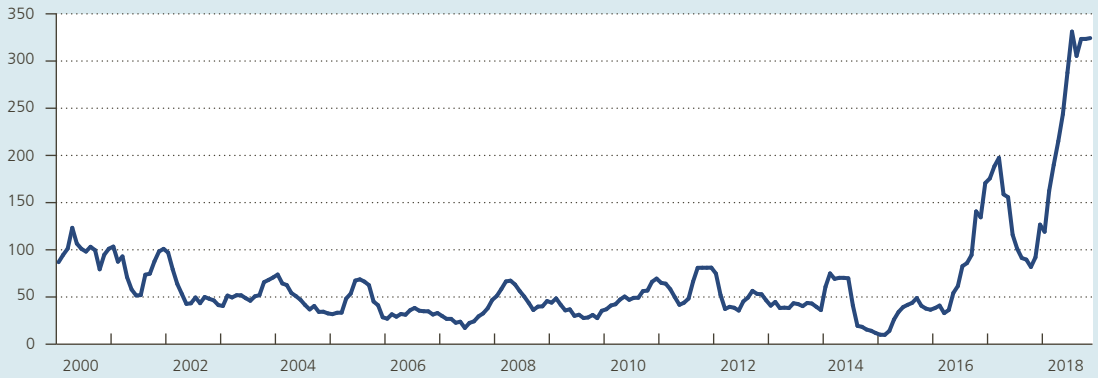
En dépit de leur caractère inédit depuis les années 1930, les barrières tarifaires dressées jusqu'ici par les États-Unis et les représailles de leurs partenaires commerciaux ne représentent que 3 % environ du commerce international. Leurs effets macroéconomiques directs devraient donc rester contenus. Selon l'OCDE[1] et le FMI[2], les tarifs imposés par la Chine et par les États-Unis pourraient peser sur la croissance de la production des deux pays à concurrence de 0,2 à 0,3 point de pourcentage d'ici à 2021. Les effets sur les autres économies seraient plus modérés, mais généralement négatifs. A priori, l'UE serait principalement affectée par une éventuelle concrétisation des menaces pesant sur le secteur automobile.

Il convient cependant de souligner que l'imposition de nouveaux tarifs douaniers entraîne inévitablement des effets redistributifs entre les pays qui y sont confrontés et ceux qui en sont exonérés, et peuvent donc bénéficier d'éventuelles opportunités commerciales. Elle engendre également des coûts en termes

1 OCDE (2018), *Perspectives économiques*, octobre.
2 IMF (2018), *World Economic Outlook*, October.

Incertitude de la politique commerciale américaine

(moyennes mobiles sur six mois[1])



Source : Baker S., N. Bloom et S. Davis (2016), « Measuring Economic Policy Uncertainty », *Quarterly Journal of Economics* 131(4) : 1596-636.

1 Nombre d'articles qui abordent les incertitudes de la politique commerciale dans les journaux américains.

de réorganisation des chaînes de production et peut affecter la productivité à plus long terme. Dans l'immédiat, le climat protectionniste actuel contribue indubitablement à entretenir l'incertitude entachant les perspectives économiques et les marchés financiers. Cette dernière tend en particulier à peser sur les conditions de financement ainsi que sur les décisions d'investissement et d'embauche des entreprises. La mise à exécution des menaces américaines pesant sur l'ensemble des exportations chinoises et sur le secteur automobile, et la probable escalade des tensions commerciales qui s'ensuivrait, pourraient écorner plus franchement la croissance économique mondiale.

Quel est le degré d'exposition de l'économie belge ?

Sur la totalité des importations américaines de biens et de services, la valeur ajoutée belge engagée s'établissait à quelque 4,1 % du PIB belge sur la période 2009-2011[1]. Ce pourcentage est inférieur à celui des partenaires traditionnels des États-Unis, comme le Canada (15,6 %) ou le Mexique (14,2 %), mais se révèle relativement élevé en comparaison de ceux des autres pays européens, notamment de l'Allemagne (3,6 %) ou de la France (2,2 %). Ce chiffre témoigne de l'exposition de l'économie belge aux échanges internationaux en général, et aux importations américaines en particulier. Il renseigne sur ce que l'économie belge pourrait perdre en termes d'activité si les États-Unis se fermaient purement et simplement aux exportations étrangères.

Si on ne considère que les mesures protectionnistes récemment adoptées, leurs effets macroéconomiques devraient rester relativement limités. La valeur ajoutée belge engagée dans les importations américaines de métaux de base – qui incluent l'acier et l'aluminium – se chiffre par exemple à 0,07 % du PIB belge.

1 Les données sur les échanges internationaux en valeur ajoutée s'appuient sur des matrices input-output qui ne sont publiées qu'une fois tous les cinq ans, avec un décalage de trois ans. Les estimations sont obtenues sur la base de la structure moyenne de la production et des échanges entre les pays pour les produits concernés.

Les filières concernées, y compris leurs chaînes de fournisseurs, pourraient toutefois subir une incidence négative non négligeable.

En tant que fournisseur de la Chine et des États-Unis, la Belgique est indirectement impliquée dans les échanges commerciaux entre ces deux pays. Elle a contribué aux exportations chinoises vers les États-Unis à hauteur de 0,14 % de son PIB au cours de la période 2009-2011. Inversement, elle a apporté aux exportations américaines vers la Chine une contribution équivalant à 0,03 % de son PIB.

Enfin, la Belgique est exposée à concurrence de 0,14 % de son PIB aux importations américaines d'automobiles. Cette exposition est essentiellement indirecte, c'est-à-dire qu'elle reflète les productions belges qui entrent dans la fabrication de produits étrangers destinés au marché américain. Il s'agit par exemple de pièces détachées fabriquées en Belgique et intégrées aux chaînes de montage des voitures allemandes exportées aux États-Unis.

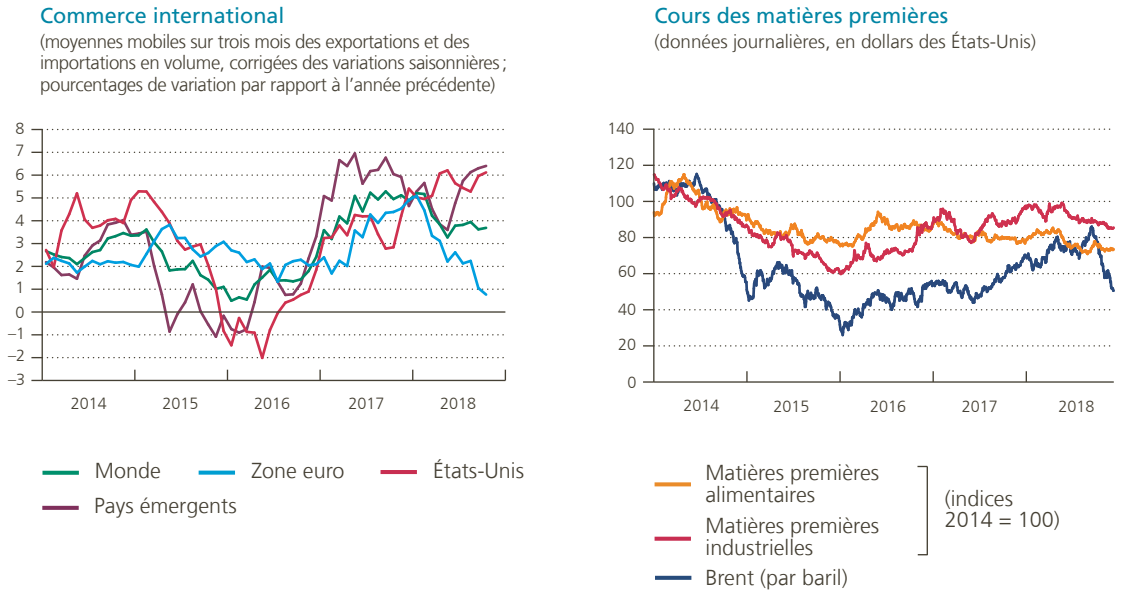
Les cours pétroliers ont lourdement fluctué en 2018. Durant le premier semestre, ils ont poursuivi la tendance haussière qu'ils avaient amorcée au début de 2016. L'évolution des prix a été soutenue par une demande mondiale vigoureuse, tandis que l'offre s'est avérée plus faible dans la mesure où les pays de l'OPEP et certains autres pays ont respecté strictement les limitations de production convenues et où la production a été interrompue de façon inattendue en Libye et au Venezuela, notamment. Au cours des mois d'été, les cours pétroliers se sont toutefois temporairement repliés, après que l'OPEP a décidé en juin d'accroître la production pétrolière en concertation avec d'autres pays, dont la Russie. Ces prix sont par la suite repartis à la hausse, sous l'effet principalement de l'anticipation par le marché d'une diminution marquée des exportations iraniennes – le cinquième pays plus gros producteur de pétrole au monde –, à la suite des sanctions américaines annoncées pour l'automne. Au début d'octobre, le prix du baril de Brent se montait par conséquent à quelque 85 dollars des États-Unis, soit son niveau le plus élevé depuis quatre ans. Les cours pétroliers ont ensuite à nouveau sensiblement reflué, jusqu'à retomber en dessous du niveau qu'ils affichaient au début de l'année, sous l'effet de l'incertitude croissante entachant les perspectives pour l'économie mondiale. L'instauration effective, au début de novembre, des sanctions américaines

à l'encontre de l'Iran n'a guère fait grimper les prix. Plusieurs pays ont en effet encore pu importer temporairement du pétrole iranien et les marchés ont en outre pris en compte le fait que le recul des exportations iraniennes serait amplement compensé par un relèvement de la production ailleurs.

Les prix des matières premières industrielles ont été sous pression dès le début de 2018. Ils ont décliné consécutivement à la baisse de la demande en provenance de Chine, qui faisait notamment suite à l'instauration de mesures environnementales plus strictes. De même, les tensions commerciales grandissantes et l'incertitude accrue quant aux perspectives relatives à l'économie mondiale ont commencé à peser sur les prix de ces matières premières dans le courant de l'année. Tel a également été le cas des prix des matières premières alimentaires, même si, pour un certain nombre d'entre elles, d'autres facteurs ont également joué un rôle, comme une offre plus étendue qu'escompté.

Graphique 4

Un commerce international poussif et des prix des matières premières en baisse



Sources : CPB, Thomson Reuters.

1.2 L'activité s'est affaiblie dans la zone euro, mais la création d'emplois et l'inflation ont continué de progresser

L'activité économique s'est affaiblie dans la zone euro, sous l'effet d'une moindre contribution des exportations nettes

Après avoir affiché un dynamisme solide en 2017, le PIB ayant gagné 2,4 %, la croissance économique dans la zone euro est revenue à 1,9 % en 2018. Cette détérioration s'explique essentiellement par une plus faible contribution des exportations nettes. L'essoufflement de la hausse des importations s'est en effet accompagné d'une croissance nettement moins rapide des exportations, à la suite de la décélération du commerce mondial et de l'appréciation antérieure de l'euro.

La demande intérieure est toutefois demeurée vigoureuse et a concouru à l'augmentation du PIB davantage qu'en 2017. Tandis que le rythme d'accroissement des consommations privée et publique a quelque peu diminué, celui des investissements s'est avivé. Dès lors, la croissance est restée supérieure à son potentiel et la résorption des séquelles de la crise économique et financière survenue il y a dix ans a pu se poursuivre.

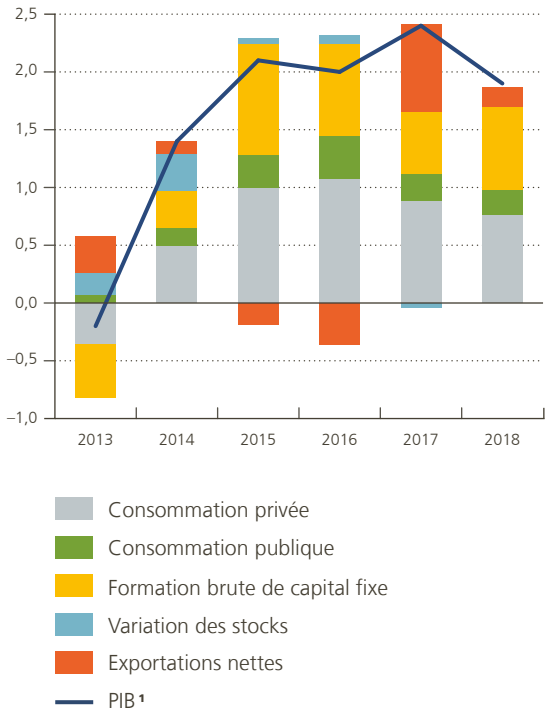
La consommation privée a continué d'apporter la principale contribution aux dépenses intérieures, à la faveur de la création d'emplois et de l'accélération de la croissance des salaires. Elle a en outre été soutenue par le niveau élevé de la confiance des consommateurs. Cette dernière s'est toutefois effritée en cours d'année.

L'expansion continue des investissements est liée à des conditions de financement et à une rentabilité demeurées favorables, à la confiance des chefs d'entreprise, ainsi que, ponctuellement, à la nécessité d'élargir la capacité de production dans l'industrie manufacturière. Les investissements productifs dans les machines et les équipements ont enregistré la plus forte croissance,

Graphique 5

La demande intérieure reste vigoureuse, mais la contribution des exportations nettes se réduit

(contributions à la variation annuelle du PIB en volume ; points de pourcentage, sauf mention contraire)

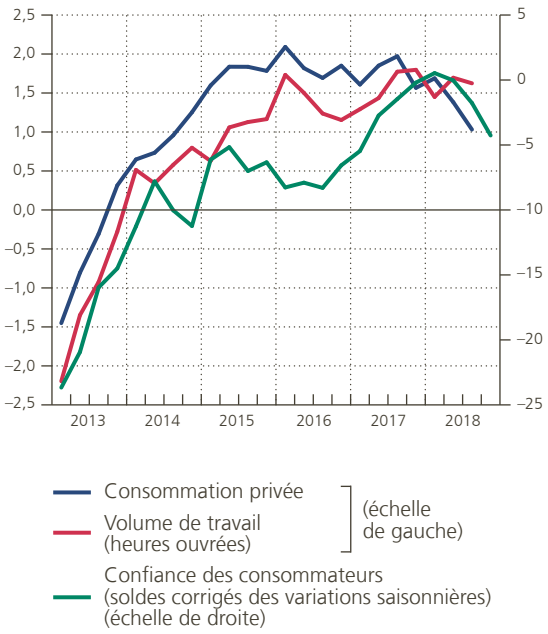


Sources : BCE, Eurostat.
1 Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

Graphique 6

La consommation privée a été soutenue par des conditions favorables sur le marché du travail et par la solide confiance des consommateurs

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : BCE, CE, Eurostat.

tandis que la hausse des investissements en logements et dans les autres bâtiments et ouvrages de génie civil a légèrement ralenti. Le relèvement pratiquement ininterrompu des investissements depuis le printemps de 2013 a porté ceux-ci en 2018 à leur niveau le plus élevé en termes réels depuis dix ans.

En 2018, l'activité économique s'est raffermie dans la totalité des États membres de la zone euro, si bien que la croissance du PIB a présenté un caractère ample, comme cela avait déjà été le cas l'année précédente. L'Irlande a une nouvelle fois enregistré la croissance la plus rapide, à 7,5 %, mais l'évolution du PIB dans ce pays est volatile et largement influencée par les activités des multinationales. En revanche, le rythme d'accroissement est demeuré limité, à 1 %, en Italie.

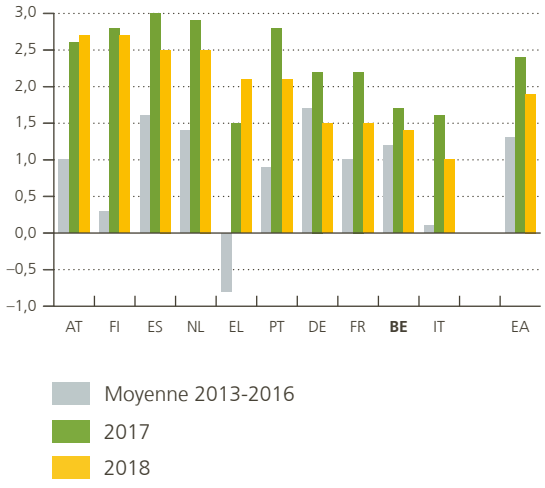
En 2018, la plupart des pays de la zone euro ont affiché une croissance légèrement plus faible que l'année précédente, à l'instar de la zone euro dans son ensemble. Cela a entre autres été le cas des plus grands États membres. L'économie allemande, fortement axée sur les exportations, a été confrontée à la détérioration de la demande extérieure. De surcroît, les producteurs automobiles du pays ont dû faire face à des goulets d'étranglement au troisième trimestre, à la suite des nouveaux tests d'émission plus stricts, qui ont considérablement comprimé la production et les exportations de véhicules. Les investissements en logements ont quant à eux poursuivi leur vive remontée en Allemagne. En France, la croissance a été pénalisée par des facteurs non récurrents liés, entre autres, à des conditions météorologiques inhabituelles, à des grèves et à des protestations contre la hausse des prix des carburants. Les investissements, de même que les exportations, ont crû moins rapidement. Cependant, les importations se sont tassées encore plus sensiblement, de sorte que la contribution des exportations nettes à l'augmentation du PIB s'est accentuée. En Italie, l'expansion de la demande intérieure a marqué le pas, notamment en raison du caractère modéré de la consommation privée. En outre, le rythme d'accroissement des exportations y a significativement ralenti.

Dans plusieurs États membres de la zone euro, parmi lesquels l'Autriche et la Finlande, la croissance s'est

Graphique 7

L'activité économique progresse dans tous les pays de la zone euro [1]

(PIB en volume, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : BCE, Eurostat, BNB.

1 Le graphique ne montre qu'une sélection de pays de la zone euro.

par contre plus ou moins maintenue à niveau. En Grèce, la reprise qui s'était amorcée en 2017 s'est poursuivie et la croissance économique a rebondi, atteignant 2,1 % en 2018. La profonde dépression, durant laquelle le PIB s'était contracté d'environ un quart, a ainsi pris fin. Au terme de plusieurs années de réformes qui ont renforcé l'économie, le troisième programme d'ajustement a pris fin en août 2018.

Poursuite de l'amélioration sur le marché du travail

Le redressement de l'activité économique s'est traduit par une nouvelle embellie sur le marché du travail. Le nombre de personnes en emploi a ainsi progressé de 1,4 %, si bien que la forte intensité en emplois de la croissance observée ces dernières années s'est maintenue. À la fin du troisième trimestre de 2018, la zone euro comptait ainsi environ 158 millions de personnes occupées, soit approximativement 3,6 % de plus qu'en 2007, juste avant l'éclatement de la crise économique et financière. Les séquelles de la crise ont également été effacées en ce qui concerne le nombre total d'heures ouvrées : après s'être replié à hauteur de quelque 7 % durant la crise et à la suite de celle-ci, le volume de travail a retrouvé en 2018 un niveau proche de la moyenne de 2007.

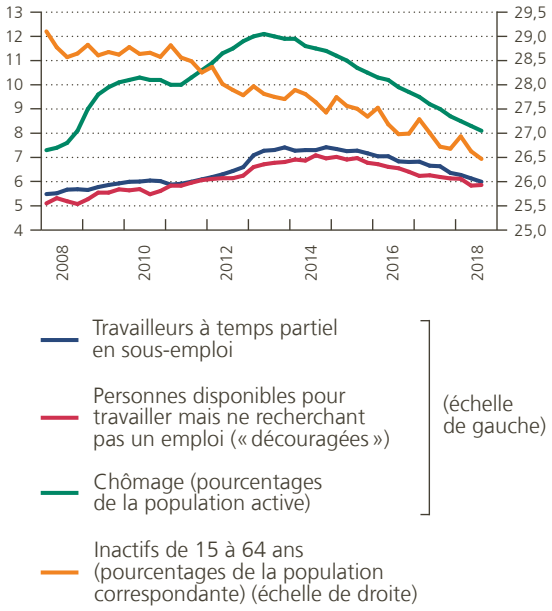
En 2018, le taux de chômage a poursuivi la décrue qu'il avait amorcée à la mi-2013, pour s'établir en novembre à 7,9 % de la population active. Dans ce contexte, le chômage des jeunes et celui des demandeurs d'emploi de longue durée, c'est-à-dire des personnes qui sont au chômage depuis un an au minimum, ont eux aussi reflué. Selon plusieurs indicateurs mesurant de manière plus large la sous-utilisation sur le marché du travail, celle-ci a en outre continué de se réduire en 2018. Il s'agit entre autres du nombre de travailleurs à temps partiel en sous-emploi et des personnes disponibles pour travailler mais ne recherchant pas (ou plus) un emploi (dites « découragées »). De plus, la part des inactifs – les personnes qui ne travaillent pas et ne recherchent pas d'emploi – au sein de la population en âge de travailler a encore régressé, surtout en raison de la participation accrue des 55-64 ans au marché du travail.

La situation sur le marché du travail s'est améliorée de manière plutôt généralisée dans l'ensemble de la zone euro. En 2018, des emplois nets ont été créés dans la quasi-totalité des pays et le chômage a reculé partout.

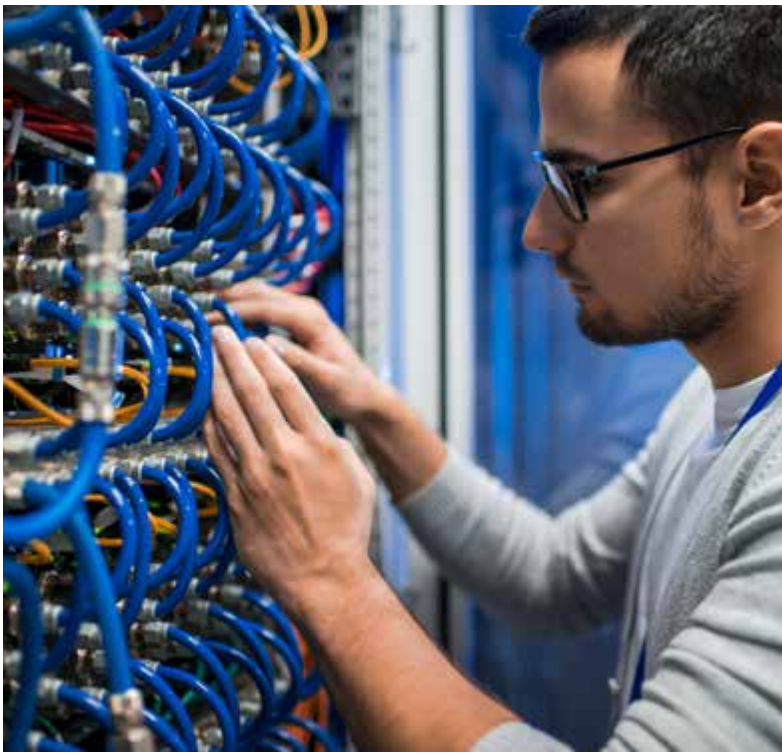
Graphique 8

La sous-utilisation sur le marché du travail diminue dans la zone euro

(millions de personnes, sauf mention contraire)



Source : Eurostat.



Dans certains pays, dont la Grèce, l'Espagne et l'Italie, 10 à 20 % de la population active étaient toutefois encore demandeurs d'emploi. Dans d'autres, parmi lesquels l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche, le taux de chômage s'est en revanche établi sous les 5 %. Les tensions sur le marché du travail se sont donc amplifiées dans divers pays à la suite de pénuries. La hausse du taux d'offres d'emploi non satisfaites en 2018 a ainsi révélé un déficit croissant de main-d'œuvre dans certains États membres de la zone euro, pour des branches d'activité ou des profils d'emploi spécifiques. Dans plusieurs pays, principalement en Allemagne, où c'est surtout le secteur de la construction qui est concerné, mais aussi, notamment, aux Pays-Bas et en Belgique, les chefs d'entreprise ont dès lors manifesté des inquiétudes grandissantes quant à la disponibilité de la main-d'œuvre, considérant que ce facteur est susceptible de peser sur les perspectives de croissance. En France, où le taux de chômage demeure relativement élevé, des déficits de main-d'œuvre hautement qualifiée sont également signalés.

La situation sur le marché du travail s'est améliorée de manière plutôt généralisée dans la zone euro

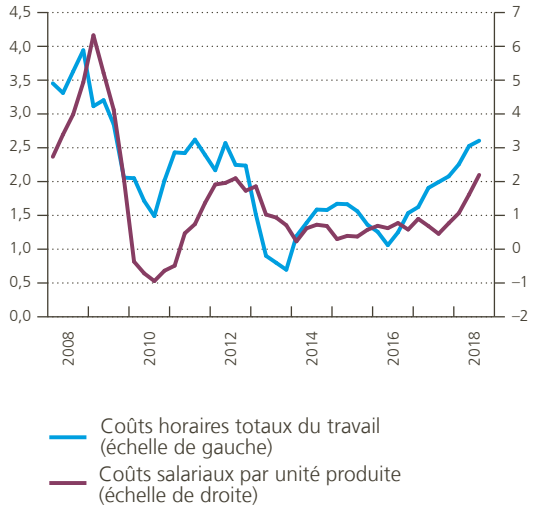
La croissance économique et les améliorations continues sur le marché du travail, à l'origine de pénuries sur certains segments, ont entraîné une accélération de la hausse des coûts salariaux dans la zone euro ces dernières années. Plus particulièrement, le raffermissement des coûts du travail a tendanciellement gagné en vigueur après que les évolutions de l'emploi et du chômage ont atteint un tournant en 2013. Néanmoins, le rythme d'augmentation des coûts du travail par heure ouvrée est resté limité à quelque 2,5 % sur une base annuelle au troisième trimestre de 2018, ce qui ne représente qu'une majoration réelle très restreinte dans le contexte d'un taux d'inflation d'environ 2 %. La progression plus rapide des coûts salariaux horaires a en outre été largement contrebalancée par le redressement de la productivité jusqu'en 2017, si bien que les coûts salariaux par unité produite, qui constituent un déterminant majeur de l'inflation sous-jacente, n'ont commencé à croître à un rythme un peu plus rapide qu'au début de 2018. Au troisième trimestre de 2018, ces coûts étaient d'environ 2 % plus élevés qu'un an auparavant.

L'accélération de la hausse des coûts salariaux par unité produite a également touché la plupart des États membres de la zone euro, fût-ce dans des proportions

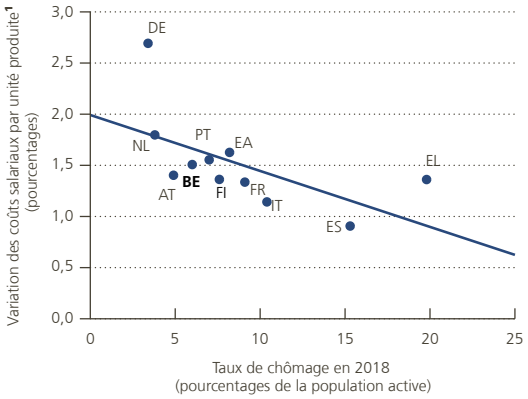
Graphique 9

La croissance salariale s'accélère, mais reste modérée

Croissance salariale
(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Coûts salariaux et chômage



Sources : BCE, BNB.

1 Moyenne des trois premiers trimestres de 2018 par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

variables. Ainsi, elle n'a pas dépassé environ 1 % dans certains pays présentant un taux de chômage important, telles l'Italie et l'Espagne, tandis qu'elle est ressortie à 2,7 % en Allemagne, où le chômage est retombé à un point bas et où les pénuries sur le marché du travail se sont faites plus aiguës.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE est davantage confiant en une convergence progressive de l'inflation vers l'objectif

L'intensification de la hausse des coûts de production observée dans le courant de 2018 dans la zone euro ne s'est pas reflétée fermement dans l'évolution des prix à la consommation. L'inflation totale est certes remontée de 1,5 % en 2017 à 1,8 % en 2018, mais les pressions haussières ont été en grande partie de nature externe. Elles ont principalement touché les composantes les plus volatiles de l'inflation, à savoir l'énergie et les produits alimentaires. L'inflation sous-jacente s'est quant à elle maintenue autour de 1 % en 2018.

En dépit de ce manque de vigueur dans l'évolution des prix à la consommation, la conviction s'est progressivement renforcée au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE que l'inflation était en voie de converger de manière durable vers un niveau qu'il considère comme compatible avec la stabilité des prix, à savoir un taux inférieur à, mais proche de, 2 %. Cette conviction s'est fondée sur le fait que, comme le montrent plusieurs études récentes de la BCE et de la Banque[1], plutôt que de résulter d'une révision à la baisse de l'inflation tendancielle perçue par les agents économiques, la faiblesse de l'inflation dans la zone euro s'explique principalement par des facteurs réels.

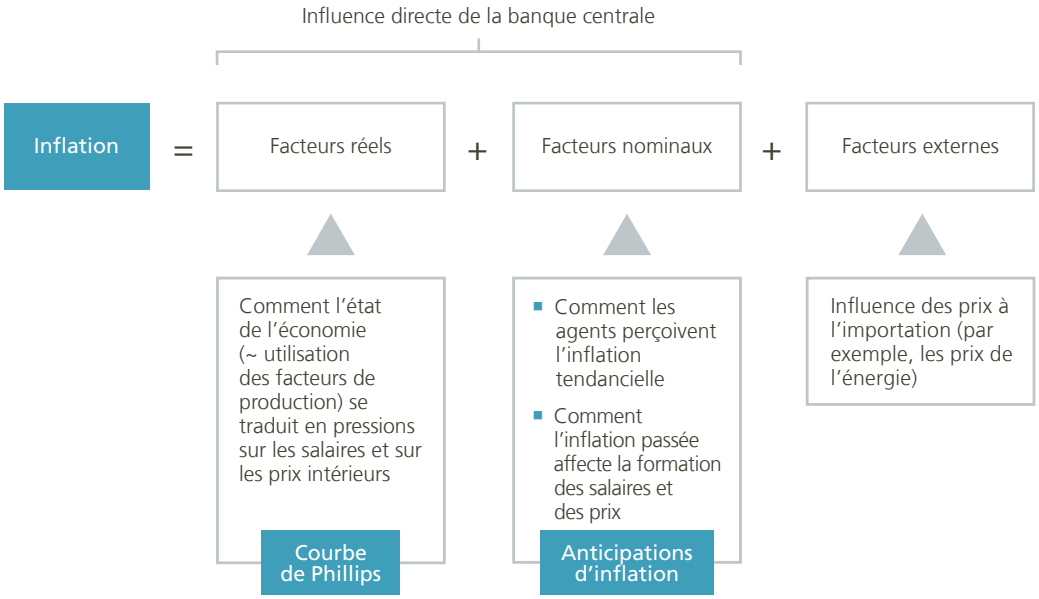
Ce constat est rassurant, à double titre.

D'une part, il suggère que la zone euro ne s'inscrit pas dans un scénario où une révision à la baisse des anticipations d'inflation mènerait à un processus d'inflation basse auto-entretenue, qui retarderait pendant longtemps le retour vers l'objectif de la banque centrale. La prévalence des facteurs réels implique plutôt qu'on peut escompter une situation

1 Pour plus d'informations, cf. Ciccarelli M. et C. Osbat (2017), *Low inflation in the euro area : Causes and consequences*, ECB, Occasional Paper Series n° 181 ; Cordemans N. et J. Wauters (2018), « Inflation et activité économique sont-elles mal synchronisées dans la zone euro ? », BNB, *Revue économique*, juin, 83-99 ; Stevens A. et J. Wauters (2018), *Is euro area lowflation here to stay? Insights from a time-varying parameter model with survey data*, NBB, Working Paper Research n° 355.

Graphique 10

Décomposition schématique du processus d'inflation



Source : BNB.

dans laquelle l'accroissement de l'utilisation des facteurs de production mènera in fine l'inflation vers l'objectif de la BCE, celui-ci restant le point d'ancrage pour la formation des prix.

D'autre part, le redressement cyclique de la zone euro – bien qu'hésitant – s'est traduit par un resserrement graduel du marché du travail et par un renforcement continu de la dynamique salariale. Ces évolutions indiquent que le processus d'entraînement de l'activité sur l'inflation – selon le modèle de la courbe de Phillips – se (re)met progressivement en branle. Dans ce contexte, s'il est possible que, dans un premier temps, les entreprises compriment temporairement leurs marges bénéficiaires face aux pressions haussières des coûts du travail, elles finiront par augmenter leurs prix de vente, pour éviter de mettre structurellement à mal leur rentabilité.

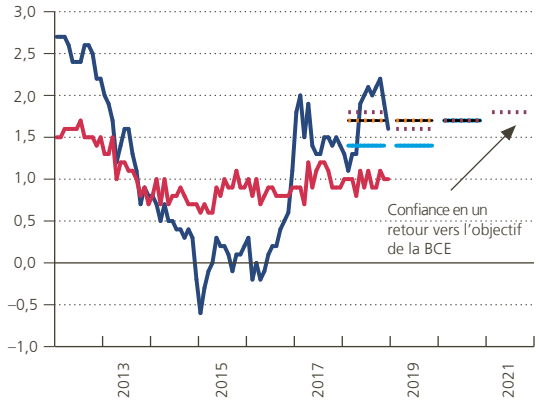
Le redressement cyclique de la zone euro s'est traduit par un renforcement continu de la dynamique salariale

De manière générale, ce processus prend du temps pour se développer. Cette fois, il a cependant été d'une lenteur inhabituelle, qui pourrait s'expliquer par les réformes mises en œuvre et par les mutations structurelles observées ces dernières années dans la zone euro. Celles-ci peuvent en effet avoir relevé le niveau de l'offre potentielle dans l'économie, de sorte qu'il subsisterait des marges pour accroître encore l'utilisation des facteurs de production, en dépit de l'expansion de l'activité qui a déjà été réalisée. De plus, une plus grande flexibilité dans le fonctionnement des marchés peut avoir pour effet que cette sous-utilisation résiduelle des capacités de production pèserait plus lourdement sur l'inflation, les pressions

Graphique 11

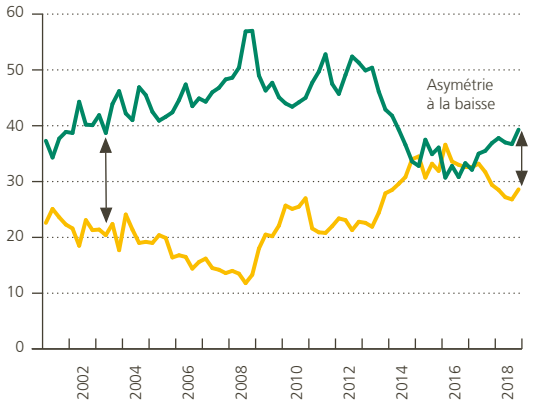
Confiance grandissante dans la convergence progressive de l'inflation vers l'objectif malgré l'asymétrie à la baisse des anticipations d'inflation à long terme

Réalisations et prévisions d'inflation
(IPCH, pourcentages)



Inflation totale
Inflation sous-jacente[1]
Mars 2018
Juin 2018
Septembre 2018
Décembre 2018
Projections d'inflation de l'Eurosystème

Distribution des anticipations d'inflation à long terme[2]
(probabilités d'occurence accordées par les prévisionnistes professionnels aux différents scénarios d'inflation)



L'inflation dans cinq ans sera supérieure ou égale à 2 %
L'inflation dans cinq ans sera inférieure ou égale à 1,4 %

Source : BCE.
1 Inflation totale hors énergie et produits alimentaires.
2 Anticipations d'inflation à cinq ans. Les données sont tirées de l'enquête trimestrielle de la BCE auprès de prévisionnistes professionnels.

à la baisse sur les prix et sur les salaires étant plus prononcées qu'auparavant. Enfin, la longue période d'inflation en deçà de 2 % peut avoir conduit les employeurs et les travailleurs à se baser davantage sur l'inflation récente lorsqu'ils fixent les prix et négocient les salaires, ce qui aurait freiné plus encore le retour de l'inflation vers l'objectif.

Bien que cette convergence s'opère à un rythme plus lent, les conditions sont donc réunies pour que la trajectoire de l'inflation rejoigne durablement l'objectif de la BCE. Ainsi, la moyenne des anticipations des prévisionnistes professionnels portant sur l'inflation à un horizon de cinq ans s'est rapprochée de 1,9 %, soit un niveau comparable à celui d'avant la crise. L'incertitude entourant les anticipations ne s'est toutefois pas encore totalement normalisée. En effet, selon les prévisionnistes, la probabilité d'un régime de basse inflation (c'est-à-dire une inflation inférieure ou égale à 1,4 %) reste encore relativement élevée en comparaison de la période antérieure à la crise. Elle a toutefois reculé par rapport au pic de 2015-2016, le risque de déflation ayant été écarté. Dans le même temps, les prévisionnistes sont également moins enclins qu'ils ne l'étaient avant la crise de la dette souveraine à parier sur une inflation à long terme supérieure ou égale à 2 %. Une telle asymétrie à la baisse des anticipations d'inflation à long terme n'est pas étonnante après plusieurs années de faible inflation. La vigilance reste cependant de mise : si elle venait à persister, elle pourrait menacer le bon ancrage de l'inflation et, partant, son rapprochement durable de l'objectif.

Plus globalement, les projections établies trimestriellement par l'Eurosystème confirment le mouvement de convergence graduelle de l'inflation vers des niveaux plus proches de 2 %. Depuis l'exercice de juin 2018, elles font état d'une inflation totale se stabilisant autour de 1,7 % sur la période allant de 2018 à 2020. Pour 2021, les estimations de l'exercice de décembre tablent sur une remontée de l'inflation à 1,8 %.

Dans ce contexte, les mesures de relance prises précédemment ont été ajustées en 2018

Le fort repli de l'inflation depuis 2009, et le risque de déflation qui s'en suivait, avaient conduit le Conseil des gouverneurs de la BCE à adopter nombre de mesures non conventionnelles visant à assouplir l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro. Les taux directeurs ont été abaissés, menant le taux de la facilité de dépôt en territoire négatif. En janvier 2015, la décision a été prise de procéder à des achats à grande échelle de titres des secteurs public et privé, dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (expanded asset purchase programme – APP). Le Conseil avait indiqué d'emblée qu'il effectuerait des achats mensuels jusqu'à ce que la hausse des prix converge durablement vers l'objectif, établissant ainsi un lien explicite entre l'exécution du programme et l'évolution de l'inflation. Il avait également fait savoir qu'il maintiendrait les taux directeurs à des niveaux historiquement bas bien au-delà de la période fixée pour les achats nets d'actifs. De cette manière, il donnait des indications claires quant à la future politique monétaire. Ces orientations prospectives portaient tant sur l'horizon des achats que sur celui des taux directeurs.

Ces différentes mesures, y compris la communication y afférente, ont été recalibrées à plusieurs reprises, en fonction des progrès enregistrés par l'inflation. Étant donné sa confiance croissante dans le fait que la reprise économique déboucherait sur une convergence durable, fût-elle progressive, de l'inflation vers l'objectif, le Conseil a ajusté davantage ses principales mesures de relance au cours de l'année 2018.

Premièrement, il a progressivement été mis un terme aux achats nets d'actifs, les indications quant à une fin probable de ceux-ci ayant été communiquées dès le début de l'année et les intentions confirmées lorsqu'il est apparu que les perspectives d'inflation restaient résilientes. Les achats nets sont ainsi retombés d'un rythme de 30 milliards d'euros par mois depuis janvier 2018 à un rythme de 15 milliards d'euros par mois durant la période courant d'octobre à décembre, avant d'être arrêtés à la fin de décembre 2018.

Deuxièmement, les indications sur la trajectoire future des taux directeurs ont été approfondies : il est désormais établi que les taux directeurs resteront à leurs niveaux historiquement faibles au moins jusqu'à l'été de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme.

Enfin, troisièmement, l'intention de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP au-delà de la

phase d'achats nets a été confirmée, de même que les indications prospectives concernant ces réinvestissements ont été renforcées. Ceux-ci devraient se poursuivre pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE, et en tout cas aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Ces décisions annoncent une « normalisation » progressive et prévisible, qui garantit la persistance d'un degré élevé de soutien monétaire

Un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire étant donné que le processus de transmission de l'activité à l'inflation est plus lent que dans le passé, que les risques liés à l'asymétrie à la baisse des anticipations d'inflation à long terme subsistent et que l'incertitude a largement refait surface au niveau international. Par ailleurs, la politique monétaire doit être ajustée de manière progressive et prévisible. En effet, le dénouement des mesures non conventionnelles d'assouplissement monétaire qui avaient été prises depuis 2014 constitue une plongée en terrain inconnu, tant pour les décideurs que pour les marchés financiers. Une normalisation trop brutale pourrait accroître le risque d'une élévation persistante de la volatilité financière, déjà attisée par des facteurs internationaux. Dans ces conditions, une approche guidée par la patience, la persévérance et la prudence devrait permettre le développement d'une dynamique d'inflation saine.

La normalisation de la politique monétaire sera guidée par la patience, la persévérance et la prudence

Dans les faits, la normalisation de la politique monétaire conduit à conférer un rôle plus important aux taux directeurs parmi les instruments de l'orientation de la politique monétaire de l'Eurosystème. Dans ce contexte, parallèlement à l'arrêt progressif des achats nets de titres en 2018, les orientations prospectives sur la politique des taux ont porté directement sur la trajectoire future des taux directeurs, plutôt que d'être liées au calendrier du programme d'achats, comme c'était le cas auparavant.

Ces orientations comportent deux volets. D'une part, le calendrier – les taux directeurs resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été de 2019 – constitue un point d'ancrage pour la trajectoire future attendue des taux directeurs. D'autre part, le lien entre les taux directeurs et la réalisation de l'objectif d'inflation – les taux directeurs demeureront à leurs niveaux actuels aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme – introduit un facteur de stabilisateur automatique.

De cette manière, dans la mesure où les agents économiques intègrent dans leurs anticipations que le Conseil adapte la trajectoire des taux en fonction des progrès (anticipés) de l'inflation par rapport à l'objectif, une révision à la baisse des perspectives d'inflation les conduira à postposer le moment attendu de la remontée des taux directeurs. Cette simple anticipation de prolongation de la période de taux bas implique un assouplissement monétaire influençant les décisions de consommation et d'investissement des agents, ce qui contribue à neutraliser la détérioration initiale des perspectives.

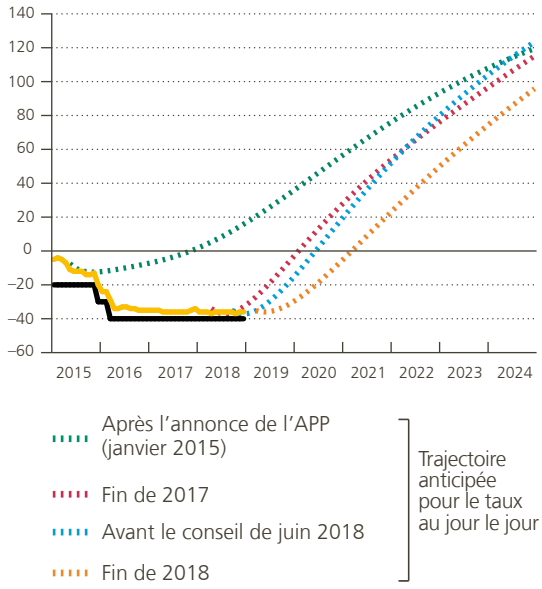
L'acquisition de nouvelles obligations pour remplacer les titres venant à échéance dans le portefeuille de l'Eurosystème constitue également un élément-clé de la normalisation progressive de l'orientation de la politique monétaire. Ces réinvestissements, qui ont commencé à gagner en importance en 2018, assurent une présence prolongée de l'Eurosystème sur les marchés : l'encours des titres dans son bilan sera maintenu constant à 2 570 milliards d'euros. Par ce biais, l'Eurosystème reste ainsi un acheteur significatif d'actifs à long terme, ce qui contribue à continuer de peser durablement sur les rendements à ces échéances. Autrement dit, le programme d'achats est loin d'être terminé.

En outre, le fait que la durée de la politique de réinvestissement soit liée à l'horizon de remontée des taux directeurs renforce le mécanisme de stabilisation automatique. Toute anticipation de retard dans la hausse des taux directeurs implique aussi la prolongation du maintien de l'ampleur du portefeuille d'actifs de l'Eurosystème et, partant, exerce une pression à la baisse supplémentaire sur les rendements. Cela entraîne donc un assouplissement d'autant plus significatif pour faire face aux éventuelles évolutions indésirables de l'inflation.

Graphique 12

Les indications sur la trajectoire future des taux directeurs et les réinvestissements garantissent la poursuite du soutien monétaire

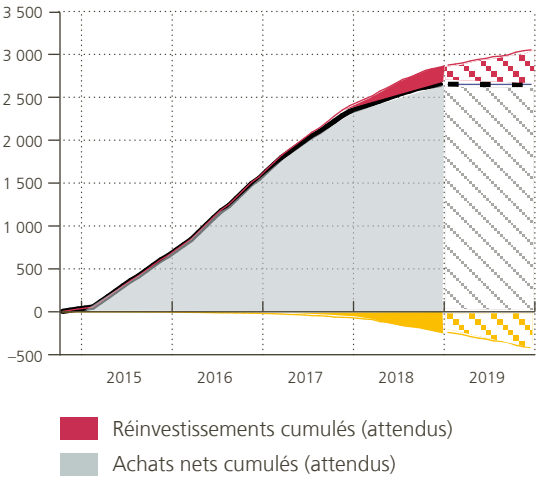
Taux de la facilité de dépôt, taux du marché monétaire au jour le jour et trajectoires projetées pour le taux au jour le jour[1] (points de base)



Orientations prospectives concernant les taux directeurs (depuis le 14 juin 2018)

« Les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été de 2019, et en tout cas aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. »

Évolution du portefeuille de titres acquis dans le cadre de l'APP et projection à douze mois[2] (milliards d'euros)



Orientations prospectives concernant les réinvestissements (depuis le 13 décembre 2018)

« Les réinvestissements devraient se poursuivre pendant une période prolongée après la date à laquelle nous commencerons à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE, et en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. »

En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

Sources : BCE, calculs propres.

1 Sur la base du taux d'intérêt au jour le jour à terme implicite dérivé des taux d'intérêt des swaps d'Eonia à différentes échéances.

2 Les achats nets cumulés et l'encours du portefeuille sont calculés sur la base des achats nets mensuels à leur valeur comptable ; ils ne tiennent donc pas compte des amortissements de titres. Les réinvestissements cumulés sont estimés à partir des remboursements totaux obtenus chaque mois. En pratique, l'Eurosystème peut réinvestir le principal échu durant le mois où le remboursement a lieu ou les deux mois suivants.

Les conditions monétaires et financières sont demeurées relativement favorables

En 2018, le bilan consolidé de l'Eurosystème a continué de gonfler, sous l'influence des achats nets supplémentaires. Cette croissance n'a été que très marginalement freinée par les premiers remboursements volontaires, à compter de juin, des fonds que les banques de la zone euro avaient obtenus dans le cadre de la deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO II[1]) et par l'arrivée à échéance, en septembre, de la première série d'opérations de ce type (TLTRO I[2]).

1 Pour plus d'informations, cf. le Rapport 2016, 61.
2 Pour plus d'informations, cf. le Rapport 2014, 73-75.

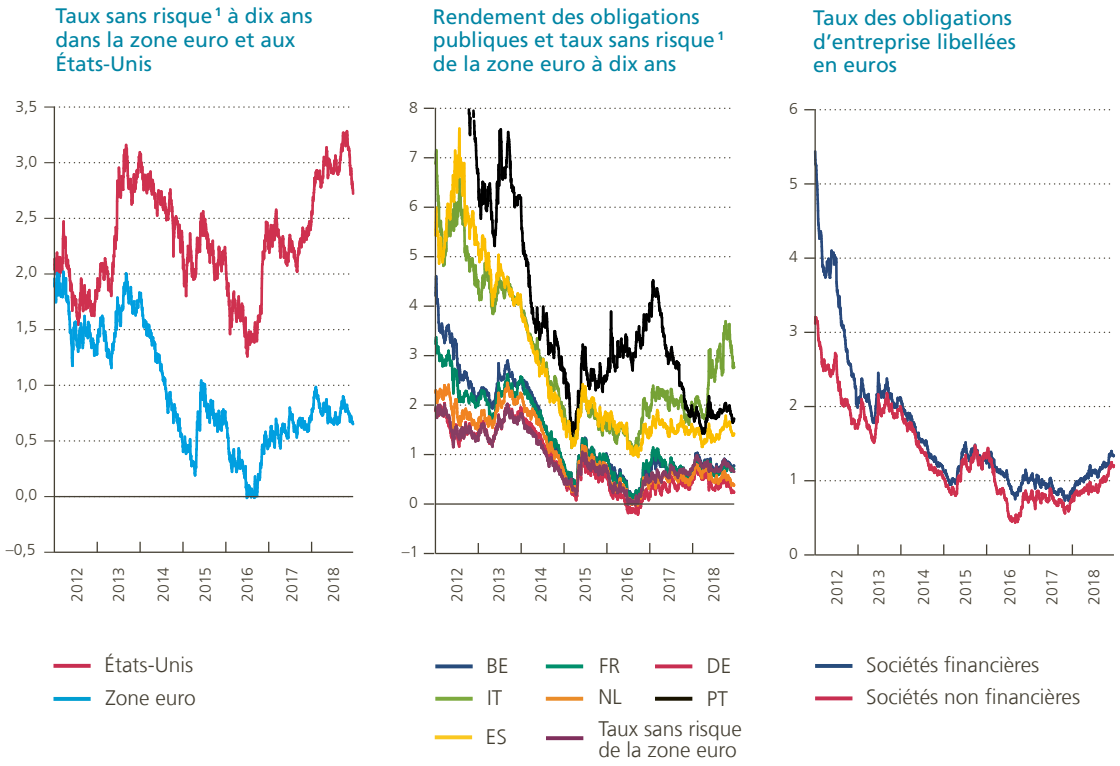
Les liquidités que les établissements de crédit de la zone euro détiennent auprès de l'Eurosystème se sont stabilisées à un niveau élevé. Dans ce contexte de liquidités excédentaires, le taux du marché monétaire au jour le jour – l'Eonia – est resté supérieur de quelques points de base au taux de la facilité de dépôt. Il est ainsi demeuré négatif tout au long de 2018, de sorte que le coût du financement interbancaire est resté à un niveau historiquement faible.

De manière générale, les orientations prospectives semblent avoir joué efficacement leur rôle de guide sur les marchés. Les anticipations concernant la trajectoire future des taux directeurs de la BCE ont été bien ancrées. Elles n'ont par exemple guère été affectées par le durcissement des conditions financières aux États-Unis. Par ailleurs, l'intensification des incertitudes quant à l'environnement international et dans certaines parties de la zone euro durant le second semestre a

Graphique 13

Volatilité et effets de contagion relativement réduits au niveau des taux nominaux

(pourcentages)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters.
1 Pour la zone euro, taux d'intérêt des swaps d'Eonia ; pour les États-Unis, taux d'intérêt des swaps du taux des fonds fédéraux.

conduit les agents à retarder quelque peu le moment auquel ils anticipent une remontée des taux.

En dépit des rendements à long terme plus élevés des bons du Trésor américain, les taux à moyen et à long termes sont également demeurés globalement bas dans la zone euro en 2018, même si leur niveau en fin d'année était légèrement supérieur à celui observé à la fin de 2017. Cela illustre la divergence croissante entre les politiques monétaires de chaque côté de l'Atlantique.

Sur les marchés plus risqués de la zone euro, les effets de contagion sont restés relativement contenus, en dépit de foyers d'incertitudes liés à des situations spécifiques. Ainsi, le niveau et la volatilité des rendements des obligations publiques italiennes ont fortement augmenté, en raison de l'intensification des tensions politiques dans ce pays. Toutefois, ces tensions se sont à peine transmises aux taux souverains des autres pays de la zone euro, y compris de ceux qui s'étaient révélés plus vulnérables durant la crise de la dette dans la zone euro. Les marchés reconnaissent ainsi que les économies de ces pays reposent sur des fondamentaux plus solides. Dans ce contexte, la fuite des investisseurs vers les valeurs refuge, notamment les obligations publiques allemandes à dix ans, a été d'une ampleur bien moindre que dans le passé, bien qu'elle se soit intensifiée en fin d'année.

Les entreprises ont également continué de bénéficier de coûts de financement favorables sur les marchés en 2018, malgré une certaine hausse des écarts de leur rendement par rapport au taux sans risque à la fin de l'année. Les taux d'intérêt sont restés bas, tant ceux des obligations de sociétés non financières présentant une qualité de crédit très élevée que ceux des autres catégories d'obligations d'entreprise. Tandis que les achats importants effectués depuis juin 2016 par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des sociétés non financières ont directement pesé sur le taux des premières, cet effet a continué de se propager aux secondes au travers de la poursuite des réaménagements des portefeuilles des investisseurs privés.

Pour sa part, l'euro s'est fortement déprécié par rapport au dollar des États-Unis depuis le printemps de 2018, principalement en raison de la hausse des rendements outre-Atlantique. Les pressions à l'appréciation vis-à-vis d'un panier de devises plus large s'expliquent notamment par les turbulences observées dans certains pays émergents.

L'octroi de crédits a continué de se redresser

Même si le financement par le marché gagne en importance, le secteur bancaire continue de jouer un

rôle fondamental dans le financement de l'économie de la zone euro. Il a continué de transmettre l'orientation souple de la politique monétaire à l'économie réelle. En dépit de certaines tensions au niveau des coûts de financement des banques par le marché, les taux des prêts bancaires consentis aux ménages et aux entreprises ont poursuivi leur recul ou, à tout le moins, sont restés très proches de leurs étiages historiques. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey – BLS) montre en outre que les banques ont encore assoupli leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages, le plus souvent sous l'effet de l'intensification de la concurrence et d'une atténuation de leur perception des risques.

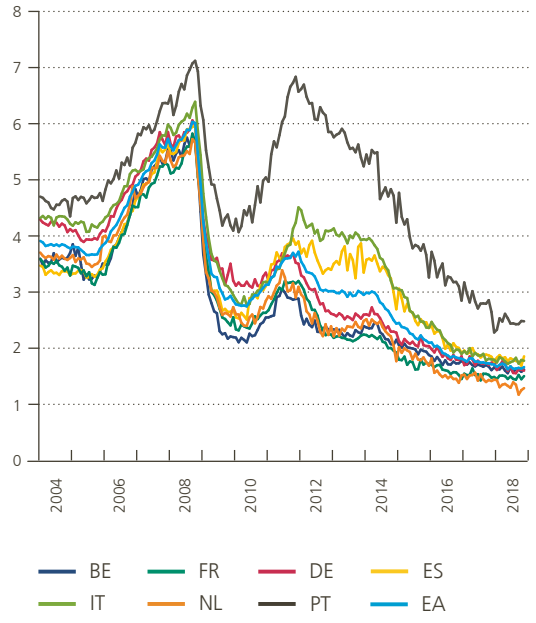
Ce contexte de taux bas a continué de soutenir la croissance de la demande de crédits. L'octroi de prêts par les banques aux ménages et aux sociétés non financières a ainsi poursuivi sa progression, même si la dynamique reste toutefois toujours plutôt atone dans certains pays de la périphérie. Le financement des sociétés non financières a en outre été supporté par la vigueur des émissions d'obligations.

L'octroi de crédits, bien qu'en constante progression, ne semble pour l'heure pas comporter de risques généralisés pour la stabilité financière. Ces risques sont toutefois toujours surveillés de près par l'Eurosystème et par les autorités nationales compétentes sur le plan prudentiel. Dans ce cadre, certaines juridictions (y compris la Belgique) ont par exemple adopté des mesures (macro)prudentielles visant à s'attaquer aux vulnérabilités particulières détectées sur les marchés locaux, le plus souvent dans le secteur immobilier résidentiel.

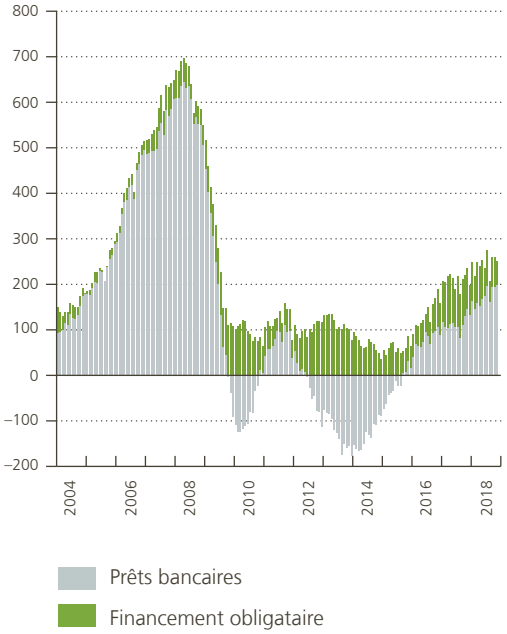
Graphique 14

La reprise du crédit aux sociétés non financières se poursuit

Taux d'intérêt des nouveaux prêts bancaires aux sociétés non financières[1]
(pourcentages)



Financement des sociétés non financières de la zone euro par les banques et par l'émission d'obligations[2]
(montants cumulés sur douze mois, milliards d'euros)



Source : BCE.
1 Toutes maturités confondues.
2 Toutes maturités confondues. Les volumes de prêts bancaires sont corrigés pour la titrisation.

La marge de manœuvre de la politique monétaire dans le futur

L'année 2018 a ainsi marqué le début d'un processus de normalisation progressif et prévisible de l'orientation de la politique monétaire. Tant pour les taux directeurs que pour les réinvestissements des titres échus, ce processus est explicitement lié à la réalisation de l'objectif d'inflation. Ainsi, l'engagement du Conseil vis-à-vis de son mandat de stabilité des prix est réaffirmé, dans un contexte où le processus de transmission de la reprise économique aux prix est plus lent que dans le passé et où les risques baissiers pesant sur les perspectives macroéconomiques sont présents.

Il y a également lieu de préserver la stabilité des prix à moyen terme pour garantir à l'avenir une marge de manœuvre suffisante à la politique monétaire. Le taux d'intérêt nominal étant le levier traditionnel dont dispose la banque centrale pour stabiliser l'économie face aux chocs cycliques, une marge de baisse suffisante doit être disponible pour que cet instrument reste opérant en période de basse conjoncture.

Le taux nominal d'équilibre étant déterminé conjointement par le taux réel d'équilibre – celui qui assure que l'offre d'épargne et la demande d'investissements sont en ligne – et par l'inflation anticipée, un ancrage solide des anticipations d'inflation à un taux inférieur à, mais proche de, 2 % contribue à éloigner le taux nominal de sa borne inférieure, de l'ordre de 0 %, permettant ainsi de diminuer le risque de devoir recourir à des instruments non conventionnels lors de prochaines turbulences économiques sévères.

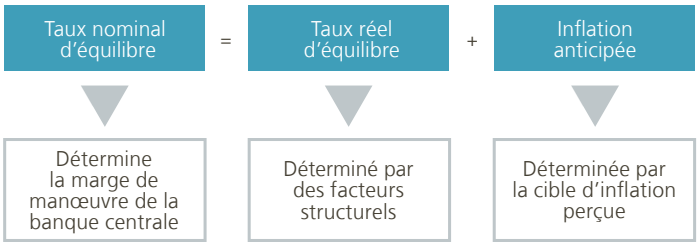
Cette contribution de la stabilité des prix est d'autant plus importante qu'il est probable que la composante réelle du taux nominal d'équilibre restera réduite à l'avenir. Cette tendance à la baisse du taux réel d'équilibre est induite par des facteurs structurels mondiaux qui soutiennent l'offre d'épargne et/ou déprime la demande d'investissements, comme le vieillissement de la population. Vu que le taux réel d'équilibre est déterminé par des facteurs structurels, le rôle des autres domaines politiques devient lui aussi essentiel.

D'une part, l'approfondissement des réformes structurelles – à même de traiter l'écart entre l'offre d'épargne et la demande d'investissements – est nécessaire pour relever le taux réel d'équilibre. Mais, d'autre part, il est également indispensable de poursuivre des politiques susceptibles de limiter l'émergence de scénarios où la politique monétaire devrait être extrêmement accommodante car elle serait la seule à pallier les conséquences d'un grave choc négatif. À cet égard, tant les politiques micro- et macroprudentielles – qui accroissent la résilience du système financier face aux chocs – que les initiatives allant dans le sens d'un approfondissement de l'Union économique et monétaire (UEM) – renforçant les fondamentaux du système économique au sens large – ont donc un rôle à jouer. En outre, le maintien de finances publiques saines permettra à la politique budgétaire de garder suffisamment de marges de manœuvre pour agir aux côtés de la banque centrale en cas de crise à l'avenir.

Il faut poursuivre les réformes économiques pour limiter les situations où la politique monétaire devrait être très accommodante

Graphique 15

La marge de manœuvre de la politique monétaire



Source : BNB.

ENCADRÉ 3

Le rôle de la Banque dans la politique monétaire de l'Eurosystème

C'est à l'ensemble de l'Eurosystème que le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne a assigné l'objectif du maintien de la stabilité des prix. La politique monétaire n'est donc pas l'affaire de la seule BCE : la Banque a elle aussi un rôle éminent à jouer, au même titre que les banques centrales nationales (BCN) des 18 autres pays ayant adopté l'euro. La Banque participe à la prise des décisions de politique monétaire et à leur préparation, de même qu'à la mise en œuvre des mesures arrêtées.

Toutes les six semaines, le gouverneur de la Banque ainsi que ses 18 collègues gouverneurs des BCN et les six membres du Directoire de la BCE se réunissent à Francfort au sein du « Conseil des gouverneurs de la BCE ». Ces réunions leur permettent de débattre des risques pesant sur la stabilité des prix dans la zone euro et de prendre leurs décisions de politique monétaire en fonction de ceux-ci. Ces décisions sont généralement adoptées par consensus ou, lorsque cela s'avère nécessaire, par vote à la majorité, selon un système de rotation des droits de vote[1]. Le gouverneur de chaque BCN exerce son droit de vote en personne[2]. Il ne représente pas formellement son pays et agit dans l'intérêt de la zone euro dans son ensemble.

Ces réunions sont préparées par différents comités composés de collaborateurs de la BCE et des BCN, parmi lesquelles la Banque. Ces comités constituent des forums de discussion et d'échange sur les différents aspects de la conduite de la politique monétaire. C'est par exemple dans ce cadre que les services de la Banque contribuent à l'élaboration des projections macroéconomiques de l'Eurosystème, un input-clé dans les délibérations du Conseil. En outre, pour alimenter sa participation aux débats du Conseil, le gouverneur de la Banque bénéficie à la fois des divers travaux d'analyse et de recherche réalisés par les collaborateurs de la Banque et des recommandations stratégiques plus spécifiques qu'ils formulent.

In fine, ces travaux préparatoires des collaborateurs de la Banque concourent donc à la qualité des débats de politique monétaire au sein de l'Eurosystème. Ils offrent un point de vue supplémentaire, en sus de ceux issus des analyses de la BCE et des autres BCN, pour nourrir les réflexions des comités et du Conseil. En produisant des statistiques fiables, la Banque contribue également à ce que les décisions de politique monétaire soient prises sur la base d'indicateurs macroéconomiques de qualité.

Par ailleurs, la Banque joue un grand rôle dans l'exécution des mesures de politique monétaire décidées par le Conseil : bien que les lignes directrices de l'exécution soient arrêtées au sein du Conseil, la mise en œuvre en elle-même est en effet confiée de manière décentralisée aux BCN. Ainsi, la Banque mène l'ensemble des opérations dites d'open market auprès des institutions bancaires résidant en Belgique ; cela inclut, entre autres, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO). Dans le cadre du programme d'achats d'actifs (expanded asset

1 Pour plus d'informations sur le système de rotation des droits de vote instauré en 2015, cf. https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/voting-rotation.fr.html.

2 Cf. l'article 10 des statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne.

purchase programme – APP), les services de la Banque ont procédé à des achats de titres de dette publique belge à hauteur d'un montant cumulé net de près de 66 milliards d'euros entre mars 2015 et décembre 2018, ainsi que de titres de dette privée. À compter de juin 2016, la Banque a en particulier été mandatée par la BCE, à l'instar de cinq autres BCN[1], pour effectuer, pour le compte de l'Eurosystème, les achats de titres du secteur des entreprises. Au total, ceux effectués par la Banque se sont élevés à quelque 40 milliards d'euros à la fin de 2018.

Enfin, et cette tâche n'est pas la moindre, la BCE compte sur les BCN – y compris sur la Banque – pour prendre en charge la communication quant à la conduite de la politique monétaire de l'Eurosystème, afin d'expliquer les objectifs poursuivis et les actions entreprises à un public plus large. Cet aspect de la conduite de la politique monétaire a gagné en importance depuis la crise et le recours aux mesures de politique monétaire non conventionnelles. Grâce à son ancrage local, la Banque est en mesure d'adopter la communication la plus appropriée vis-à-vis du monde économique et de la population belges.

1 Les autres BCN sont la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia et la Suomen Pankki/Finlands Bank.

Poursuite de l'assainissement des finances publiques

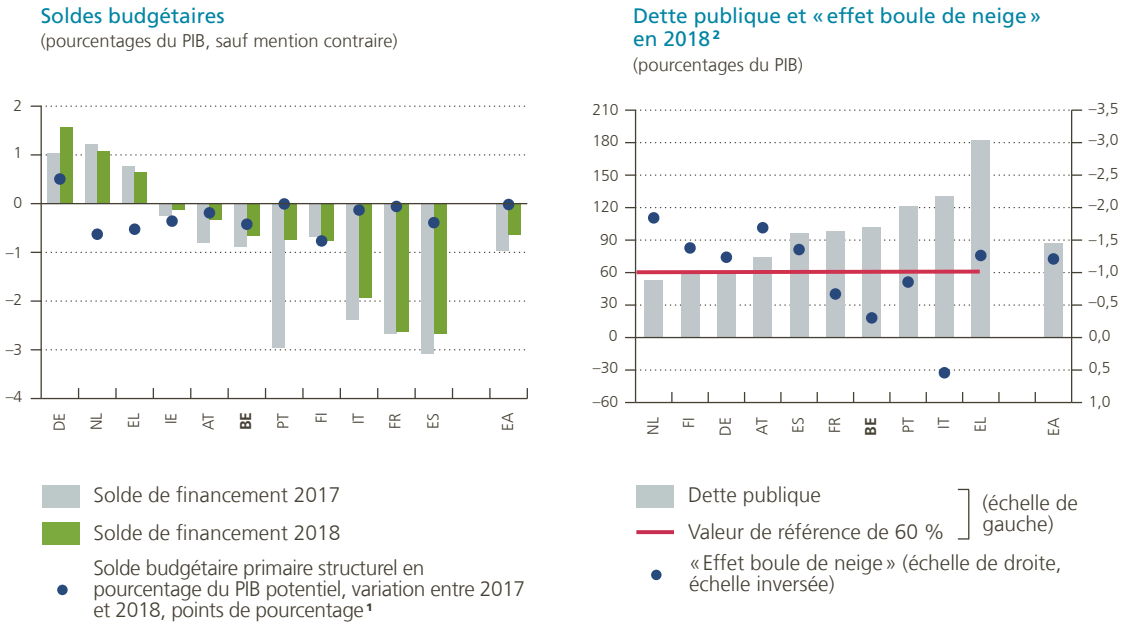
Le déficit budgétaire de l'ensemble de la zone euro s'est encore légèrement résorbé, revenant de –1 % du PIB en 2017 à –0,6 % du PIB en 2018. Tout comme en 2017, ce recul est imputable au maintien d'une situation conjoncturelle favorable et à une nouvelle baisse des charges d'intérêts, sur fond de faiblesse persistante des taux d'intérêt. Le solde budgétaire primaire structurel de la zone euro est resté stable, à 1,1 % du PIB potentiel, ce qui est le signe d'une politique budgétaire globalement neutre.

Le solde de financement des administrations publiques s'est amélioré dans la plupart des États membres de la zone euro ; dans les pays où cela n'a pas été le cas, il est resté quasiment stable ou ne s'est que légèrement détérioré. La conjoncture a en effet produit des effets favorables dans la plupart des pays, et les charges d'intérêts ont presque partout moins pesé sur le budget. Le Portugal a affiché une diminution remarquable de son déficit budgétaire, essentiellement parce que des facteurs non récurrents y ont exercé une pression moindre sur le budget en 2018 que l'année précédente. La Grèce a enregistré un excédent budgétaire et a atteint l'objectif d'un surplus budgétaire primaire de 3,5 % du PIB qui est exigé dans le cadre de la surveillance budgétaire renforcée des finances publiques grecques. Pour la première fois depuis l'introduction de l'euro, le déficit budgétaire a été inférieur à la valeur de référence de 3 % du PIB dans l'ensemble des pays de la zone euro.

Dans de nombreux pays de la zone euro, l'orientation de la politique budgétaire a été assez neutre en 2018, comme le montre l'ampleur limitée des mouvements du solde budgétaire primaire structurel. Quelques États membres, parmi lesquels la Finlande, les Pays-Bas et la Grèce, ont toutefois adopté une politique légèrement expansive, alors que l'Allemagne a pratiqué une politique quelque peu restrictive.

Graphique 16

Les budgets publics continuent de s'améliorer sur fond d'orientation budgétaire neutre et la dette publique se réduit



Sources : CE, BNB.

1 Un signe négatif (dégradation du solde primaire structurel) indique une orientation budgétaire expansive.

2 L'« effet boule de neige » mesure l'incidence sur le ratio de la dette publique de l'écart entre la croissance nominale du PIB et le taux d'intérêt implicite de la dette publique.

Dans la zone euro dans son ensemble, la dette publique, exprimée en pourcentage du PIB, a reculé pour la quatrième année consécutive, revenant de 88,9 % du PIB en 2017 à 86,9 % en 2018. Cette amélioration s'explique de manière équivalente par l'excédent budgétaire primaire et par l' « effet boule de neige », c'est-à-dire l'incidence sur le ratio de la dette publique de l'écart entre la croissance nominale du PIB et le taux d'intérêt implicite de la dette publique.

En 2018, le ratio de la dette publique a diminué dans la plupart des pays de la zone euro. Ce repli est notamment imputable à l'« effet boule de neige », qui a comprimé le taux d'endettement partout, sauf en Italie, où la croissance économique est restée inférieure au taux d'intérêt implicite. Dans sept pays de la zone euro, dont les Pays-Bas, la dette publique rapportée au PIB est demeurée sous la valeur de référence de 60 %, tandis qu'en Finlande et en Allemagne, ce ratio s'est établi aux alentours de cette valeur en 2018. À 182,5 % du PIB, le ratio de la dette grecque est resté, de loin, le plus haut de la zone euro.

De tous les pays de la zone euro, seule l'Espagne faisait toujours l'objet, à la fin de 2018, d'une procédure concernant les déficits excessifs au titre du volet correctif du pacte de stabilité et de croissance (PSC) ; en juin 2018, le Conseil Écofin a en effet décidé de clôturer cette procédure pour la France. Par conséquent, la surveillance des finances publiques par l'UE s'effectue au titre du volet préventif du PSC pour l'ensemble des États membres, exception faite de l'Espagne. La Grèce, qui, depuis la fin du troisième programme d'ajustement en août, se trouve sous la surveillance budgétaire renforcée de l'UE, a, elle aussi, été réintégrée dans le semestre européen de coordination des politiques macroéconomiques.

Dans le cadre de ce volet préventif du PSC, les finances publiques des États membres sont évaluées sur la base de l'objectif à moyen terme (OMT). L'OMT est une valeur de référence en matière de solde budgétaire structurel qui est propre à chaque pays et qui est conforme à des finances publiques saines et soutenables. Comme en 2017, le solde budgétaire structurel de plusieurs pays de la zone euro, dont l'Espagne, la France, l'Italie, la Belgique et le Portugal, n'a pas encore atteint l'OMT. Ces pays doivent dès lors consentir des efforts supplémentaires pour parvenir à cet objectif. D'autres pays, parmi lesquels l'Allemagne et les Pays-Bas, disposent en revanche d'une certaine marge de manœuvre budgétaire, étant donné que leur solde budgétaire structurel dépasse l'OMT. Comme il l'a été mentionné, les pouvoirs publics aux Pays-Bas ont utilisé cette marge en 2018 pour mener une politique légèrement expansive ; à l'inverse, le surplus budgétaire structurel s'est encore élargi en Allemagne.

L'assainissement des finances publiques s'est poursuivi

À l'issue des élections parlementaires organisées en mars en Italie, le nouveau gouvernement a remis en cause la trajectoire préalablement conclue avec l'UE pour l'assainissement des finances publiques. De ce fait, les doutes se sont multipliés quant à la soutenabilité de la dette publique italienne, et les spreads vis-à-vis du Bund allemand s'étaient nettement creusés à partir de mai. En novembre, la Commission européenne (CE) a constaté que le projet de plan budgétaire de l'Italie pour 2019 impliquait un écart significatif de la trajectoire d'ajustement recommandée en vue d'atteindre l'OMT. En novembre, elle a également engagé la première étape visant à entamer une nouvelle procédure concernant les déficits excessifs pour l'Italie, en raison du non-respect du critère de la dette publique, qui stipule que la valeur de référence de 60 % du PIB ne peut être dépassée, à moins que cette dette diminue suffisamment et qu'elle s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant. Après des négociations intensives avec la CE, le gouvernement italien a cependant une nouvelle fois ajusté son projet de budget, de façon à ce que le déficit public s'élève à environ 2 % du PIB en 2019 et que le solde budgétaire structurel ne se dégrade pas. À la fin de décembre, le parlement italien a approuvé ce plan budgétaire modifié, ce qui a permis d'éviter, pour l'heure, l'ouverture de la procédure concernant les déficits excessifs. Par ailleurs, la CE a constaté que les projets de budget de la Belgique, de la France, du Portugal, de la Slovénie et de l'Espagne impliquaient le risque que le PSC ne soit pas respecté en 2019, ces projets pouvant conduire à un écart significatif par rapport à la trajectoire d'ajustement vers l'OMT.

Renforcer la résilience et réaliser un potentiel de croissance durablement plus élevé dans la zone euro

La poursuite, de manière généralisée, de la croissance de l'activité, des investissements et de l'emploi au cours des dernières années a contribué à la

convergence entre les pays de la zone euro et à la correction des déséquilibres macroéconomiques qui avaient été la cause fondamentale de la crise. De surcroît, contrairement aux années ayant précédé la crise, la croissance de la demande intérieure dans les pays de la zone euro n'est pas allée de pair, ou alors de façon moindre qu'à cette époque, avec une perte de compétitivité ou avec la constitution de déficits courants de la balance des paiements.

En dépit du rééquilibrage favorable au sein de la zone euro, certains pays de la zone sont toujours confrontés aux séquelles de la crise. Ainsi, le chômage demeure élevé dans certains pays, parmi lesquels la Grèce et l'Espagne, bien que de nombreux emplois aient été créés dans plusieurs pays, dont l'Espagne, ces dernières années. En outre, certains pays de la zone euro affichent toujours un endettement net considérable vis-à-vis de l'étranger, même si les déficits courants significatifs de la balance des paiements ont été résorbés.

Il convient de renforcer la résilience des économies

De surcroît, les dettes des sociétés non financières ou des ménages restent importantes dans certains États membres, même si elles s'y sont contractées ces dernières années. Par ailleurs, la situation des banques de la zone euro s'est renforcée, mais, dans certains pays, celles-ci doivent encore réduire l'ampleur encore importante des crédits non performants. Enfin, plusieurs pays de la zone euro doivent abaisser le taux d'endettement élevé de leurs administrations publiques. Ces faiblesses continuent d'affecter la résilience des pays en question et de la zone euro dans son ensemble et diminuent la capacité d'absorption de chocs futurs.

À la lumière de l'incertitude croissante, notamment au niveau du commerce international et du brexit, ainsi que des défis à plus long terme, tels que le vieillissement et les changements climatiques, la zone euro doit en effet encore gagner en résilience. C'est pourquoi il convient de continuer de se libérer de l'héritage de la crise et de la vulnérabilité qui en découle. Dans tous les pays de la zone euro, il faut en outre poursuivre la mise en place de structures économiques fonctionnant correctement, qui confortent les fondamentaux de l'économie, facilitent les processus d'ajustement au sein de

la zone euro et augmentent la résistance à des crises futures. Il sera pour cela aussi possible de s'appuyer sur les initiatives de l'UE visant à favoriser des réformes structurelles dans les États membres.

Les États membres doivent aussi consentir des efforts visant à réduire les risques dans le secteur financier et ceux qui pèsent sur les finances publiques, de manière à créer les conditions qui permettront de poursuivre l'approfondissement de l'UEM. À cet égard, de nouvelles étapes ont été franchies en 2018 afin de renforcer l'UEM, mais seuls de maigres progrès ont été enregistrés. Lors du sommet européen de décembre, il a été décidé que le mécanisme européen de stabilité (MES) remplirait, pour la zone euro, le rôle de dispositif de soutien commun (*backstop*) pour le fonds de résolution unique des banques, ce fonds se voyant octroyer une ligne de crédit. Des décisions ont également été prises concernant d'autres réformes du MES, dont l'utilisation des instruments de précaution. Le Conseil européen a également donné pour mission d'élaborer un instrument budgétaire permettant de favoriser la convergence et la compétitivité dans la zone euro. Cet instrument doit à l'avenir faire partie du budget de l'UE.