

Notre réf.: 201805231400mw

Bruxelles, le 24 mai 2018

**DOCUMENT**

## **Conseil d'Administration**

### **Evaluation de l'impact de la politique monétaire de la BCE**

#### **Résumé**

Cette note décrit la politique monétaire menée par la BCE et son impact sur l'investissement et les exportations des entreprises (via les évolutions du taux de change de l'euro). Mais aussi la situation des ménages (en termes de revenus et de crédit), la valeur des actifs ainsi que la politique monétaire future.

En conclusion, la politique monétaire a été adéquate pour la Belgique et a permis d'éviter une période de stagnation économique prolongée. ■

#### **Direction générale**

T +32 2 515 08 42

F +32 2 515 09 25

cva@vbo-feb.be

#### **FEB ASBL**

Rue Ravenstein 4

B - 1000 Bruxelles

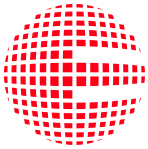
T + 32 2 515 08 11

F + 32 2 515 09 99

info@vbo-feb.be

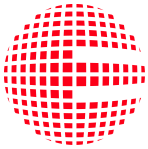
**www.feb.be**

Membre BUSINESSSEUROPE



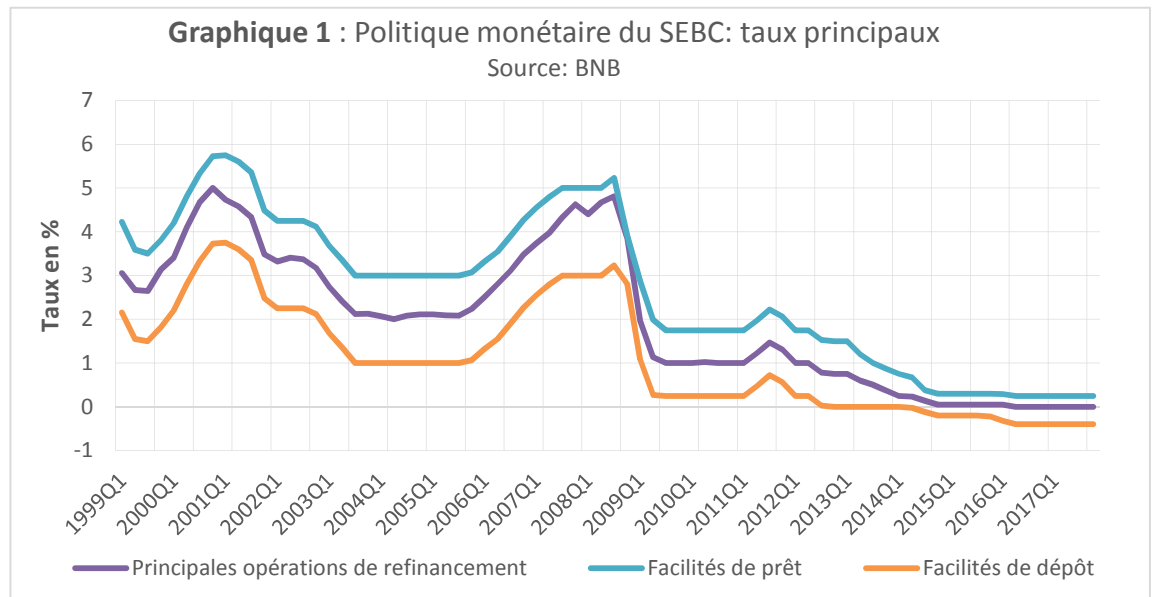
## Table des matières

1	Description de la politique monétaire, taux d'intérêt et cours de change (2000-2017).....	2
1.1	Politique monétaire de la BCE et taux d'intérêt à court terme .....	2
1.2	Obligations d'État à 10 ans et <i>bazooka</i> de la BCE.....	4
1.3	Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar, de la livre et du yen.....	6
2	Impact du climat monétaire sur l'investissement des entreprises en Belgique .....	8
2.1	Taux d'intérêt.....	8
2.2	Croissance du volume des crédits aux entreprises et taux d'intérêt.....	9
2.3	Crédit aux entreprises, par maturité .....	10
2.4	Taux d'intérêt, degré d'utilisation des capacités de production et investissement.....	11
3	Impact du climat monétaire sur les exportations des entreprises en Belgique .....	12
3.1	Taux de change effectif nominal (NEER) vis-à-vis de 36 et 42 partenaires .....	12
3.2	Taux de change effectif réel (REER), nominal et <i>relative ULC</i> vis-à-vis de 36 partenaires.....	14
3.3	REER, exportations et parts de marché.....	16
4	Impact du climat monétaire sur les ménages en Belgique .....	18
4.1	Taux d'intérêt pour les crédits aux particuliers .....	18
4.2	Croissance du volume de crédits hypothécaires, taux d'intérêt et chômage .....	19
4.3	Permis de bâtir en 2017 : croissance forte du nombre de logements et rénovations .....	20
4.4	Taux d'intérêt sur les dépôts des ménages.....	21
4.5	Revenu disponible brut des particuliers .....	22
4.6	Taux d'épargne, chômage et taux d'intérêt réel .....	23
5	Impact du climat monétaire sur les prix des actifs.....	24
5.1	Indices boursiers et Bitcoin.....	24
5.2	Prix des logements .....	26
6	Les taux d'intérêt à l'avenir .....	28
6.1	Direction future des politiques monétaires .....	28
6.1.1	BCE.....	28
6.1.2	FED.....	28
6.1.3	BoE .....	28
7	Conclusion.....	29



## 1 Description de la politique monétaire, taux d'intérêt et cours de change (2000-2017)

### 1.1 Politique monétaire de la BCE et taux d'intérêt à court terme



Classiquement, la BCE conduit sa politique monétaire en faisant usage de trois types d'instrument : les opérations d'*open market*, les facilités permanentes et le taux de réserve minimum pour les intermédiaires financiers.

Les facilités permanentes donnent généralement le ton de la politique monétaire générale. Elles fournissent ou absorbent les liquidités *overnight* des contreparties éligibles, les intermédiaires financiers. Ainsi, ces dernières vont transmettre de manière indirecte la politique monétaire de la BCE.

Le graphique 1 et le tableau 1 montrent les taux d'intérêt pour les prêts, les dépôts et les principales opérations de refinancement. Le graphique montre de façon évidente l'extrême souplesse de la politique monétaire menée depuis la crise des *subprimes*.

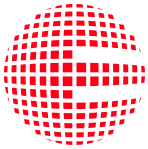


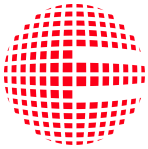
Tableau 1

Date de décision de la BCE	Taux directeur	
6 juin 2007	4	<p>Entre juillet 2008 et mai 2009, le taux des principales opérations de refinancement (taux directeur) a été baissé sept fois, passant ainsi de 4,25% à 1%. Ce taux a été maintenu jusqu'en avril 2011, moment à partir duquel la BCE a entamé une hausse graduelle de son taux directeur, atteignant 1,5% en juillet 2011. Suite à la persistance de la crise des dettes souveraines en Europe, le taux a de nouveau entamé une baisse graduelle, passant de 1,5% en juillet 2011 à 0,25% en novembre 2013 via cinq baisses.</p> <p>En juin 2014, la BCE est même allée encore plus loin avec un taux directeur abaissé à 0,15%, qui sera ensuite baissé deux fois pour être nul en mars 2016. Mais aussi et surtout une politique de taux négatifs sur les facilités de dépôt expliquée ci-après.</p> <p>Les intermédiaires financiers peuvent placer leurs excès de liquidité journalière à la banque centrale (<b>facilités de dépôts</b>) ou recevoir des liquidités (<b>facilités de prêt</b> ou avances marginales) selon leurs besoins. Un taux élevé pour les <b>facilités de dépôt</b> incite les intermédiaires financiers à déposer leurs liquidités à la banque</p>
3 juillet 2008	4.25	
8 octobre 2008	3.75	
6 novembre 2008	3.25	
4 décembre 2008	2.5	
15 janvier 2009	2	
5 mars 2009	1.5	
2 avril 2009	1.25	
7 mai 2009	1	
7 avril 2011	1.25	
7 juillet 2011	1.5	
3 novembre 2011	1.25	
8 décembre 2011	1	
5 juillet 2012	0.75	
2 mai 2013	0.5	
7 novembre 2013	0.25	
5 juin 2014	0.15	
4 septembre 2014	0.05	
10 mars 2016	0	

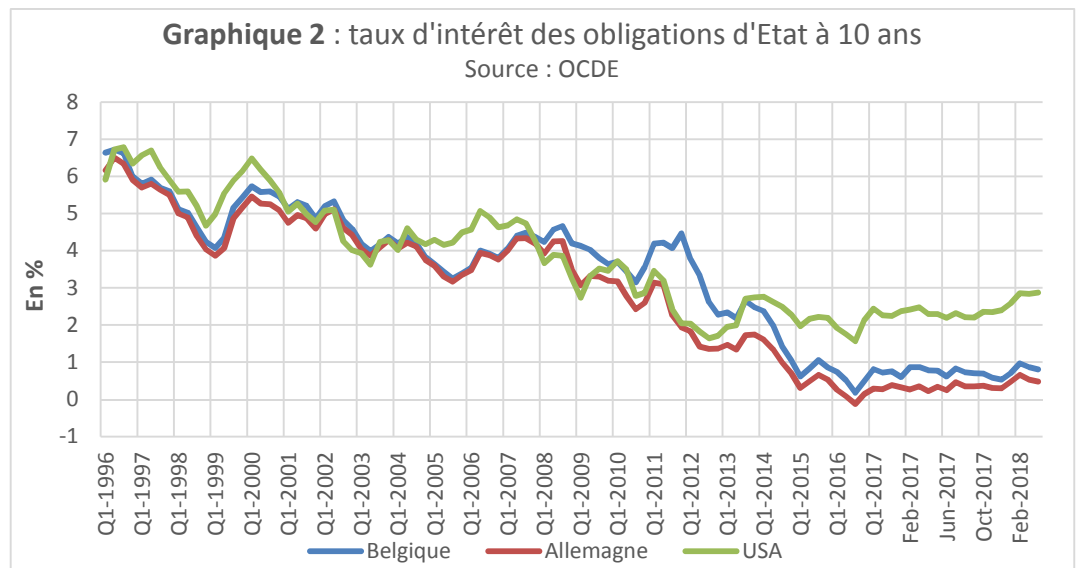
centrale plutôt que de les prêter à d'autres banques ou de les faire circuler dans l'économie, et vice versa.

C'est donc via ces taux négatifs que la BCE pratique sa politique de « patate chaude ». Par ce biais, elle incite les intermédiaires financiers à soit prêter leurs liquidités excessives à d'autres intermédiaires financiers soit à les réinjecter dans l'économie réelle. En ajoutant à cela des taux bas pour les facilités de prêt ainsi que des opérations de financement à long terme à taux zéro, la BCE met en place une politique monétaire qui n'a jamais été aussi souple.

Outre cette politique conventionnelle ultra souple, elle a été encore plus loin avec une politique monétaire non conventionnelle. À savoir la mise en place de l'Asset Purchase Program (ou APP, voir point suivant).



## 1.2 Obligations d'État à 10 ans et *bazooka* de la BCE



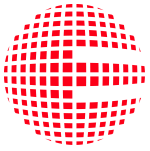
Tout d'abord, on constate la tendance de fond à la baisse des obligations entre 1996 et 2017, qui s'explique par la faiblesse des taux à court terme et de l'inflation. Ensuite, on observe des divergences entre obligations belges et allemandes dans un premier temps, puis entre obligations américaines et européennes dans un second temps.

Pour la première divergence, il est frappant de constater que les taux des obligations allemandes ont maintenu leur tendance à la baisse en 2010-2011. En Belgique par contre, après plus de 500 jours de négociation autour de réforme de l'État et en l'absence d'un nouveau gouvernement, les taux à 10 ans ont augmenté jusqu'à 4,5% dans le 4<sup>e</sup> trimestre de 2011 (et même 6% fin novembre 2011). Une fois que le gouvernement Di Rupo fut finalement formé, les taux d'intérêt ont dès lors fortement baissé, sous la barre des 1% fin 2014. Par après, ils se sont stabilisés autour de ce niveau extrêmement bas en 2016-2017.

Concernant la seconde divergence, elle s'explique par le type de politique monétaire menée. En effet, même si la FED n'a entamé la normalisation de sa politique de taux qu'à partir de l'année 2017, elle avait déjà entamé la réduction du volume d'achats mensuels de son programme d'assouplissement quantitatif en janvier 2014 pour finalement y mettre fin en octobre 2014.

Au contraire, la BCE a annoncé son APP en janvier 2015 et entamé les achats en mars 2015. C'est l'extension du relâchement monétaire suite à cette politique monétaire non conventionnelle qui explique en majeure partie la divergence entre obligations américaines et européennes.

Via l'assouplissement quantitatif, les banques centrales achètent massivement des titres de dettes, des obligations d'État ou d'entreprises. Ce faisant, elle injecte des liquidités directement dans l'économie. Mais elle va surtout créer un

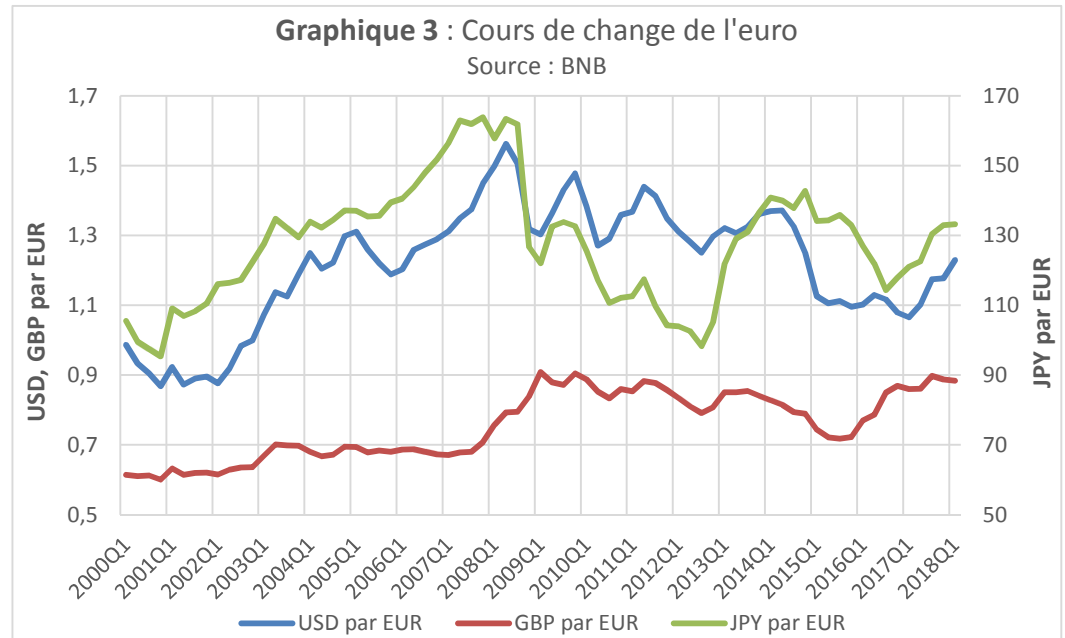


Suite (-5-) du document du 24 mai 2018

excès de demande qui va pousser à la hausse la valeur des obligations, diminuant donc leur rendement et le taux d'intérêt y afférent.



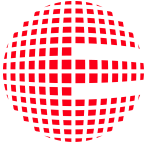
### 1.3 Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar, de la livre et du yen



Après l'introduction réussie de la nouvelle monnaie unique européenne dans 11 pays européens en janvier 1999 (virtuellement) et en 2002 (billets et pièces physiques) et dans le contexte d'une conjoncture européenne relativement favorable, l'euro s'est redressé, entre fin 2000 et mi-2008, de 60 à 70% face au dollar américain et au yen japonais.

Cela s'ajoutant à des hausses salariales relativement fortes dans la majorité des pays européens (sauf l'Allemagne), la plupart des entreprises européennes se sont trouvées confrontées en 2008 à une situation relativement défavorable en matière de compétitivité-coût internationale, et ce précisément à un moment où la chute de la banque américaine Lehman Brothers (septembre 2008) a provoqué la plus grave crise qu'ait connue le système financier global depuis les années '30.

La crise économique qui en a résulté a duré beaucoup plus longtemps en Europe qu'aux États-Unis (e.a. parce qu'il a fallu beaucoup plus longtemps pour assainir le secteur bancaire) et s'est même transformée en 2010-2013 en une 2<sup>e</sup> crise au cours de laquelle des pays comme la Grèce, le Portugal, l'Irlande et Chypre ont dû faire appel aux plans de sauvetage financier de la BCE, de l'UE et du FMI parce que l'explosion de leurs dettes publiques et l'escalade des taux d'intérêt les empêchaient de refinancer sur les marchés financiers leurs dettes publiques arrivant à échéance. Des pays comme l'Italie, l'Espagne et même la Belgique (novembre 2011) ont aussi affronté régulièrement la tempête au cours de cette période sur leurs marchés obligataires respectifs. Dans ces circonstances, l'euro s'est déprécié, entre fin 2008 et fin 2014, face au dollar américain (-15%), à la livre britannique (-12,5%) et au yen japonais (-13,5%).

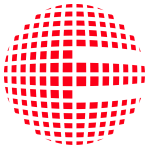


Ensuite, dans le courant de 2015 et de 2016, l'affaiblissement de l'euro s'est accéléré lorsque la BCE a indiqué qu'elle ajouterait à sa politique de taux nuls un montant impressionnant d'achats d'obligations d'État (le bazooka de la BCE) pour faire baisser ainsi le taux à long terme (voir graphique 3 ci-dessus). Cela a généré un différentiel négatif de taux entre les obligations d'État européennes et américaines de près de 200 points de base, engendrant une nouvelle dépréciation de l'euro face au dollar américain (-25%) et au yen japonais (-20%) en 2015-2016.

***La politique monétaire extrêmement souple de la BCE a donc eu, par le canal de l'euro faible, une influence extrêmement importante sur le rétablissement de la compétitivité des entreprises européennes et donc aussi sur le redressement économique européen qui s'est ensuite précisé dans le courant de 2017.***

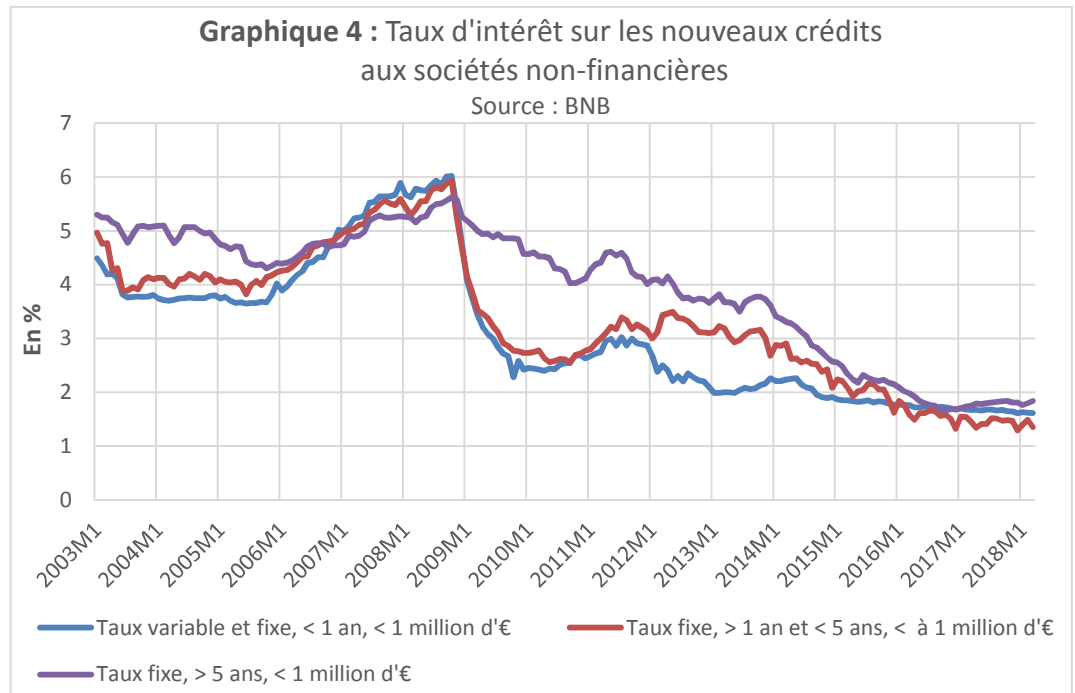
Depuis mi-2016 (Brexit-referendum), l'euro s'est raffermi d'abord vis-à-vis de la livre et depuis début 2017 aussi bien vis-à-vis du dollar. Vis-à-vis du dollar, même si on reste loin du pic connu en 2008 ou du niveau de 2014, le raffermissement est significatif avec une appréciation de 10,6% au cours de 2017. Depuis fin 2015, l'euro s'est affermi de près de 23% face à la livre. Cependant, c'est en 2016 et suite au référendum sur le Brexit que l'appréciation la plus forte de l'euro s'est produite. L'euro s'est également apprécié vis-à-vis du yen. Cette appréciation a débuté au troisième trimestre 2016, mettant fin à une baisse qui avait débuté mi-2014.





## 2 Impact du climat monétaire sur l'investissement des entreprises en Belgique

### 2.1 Taux d'intérêt

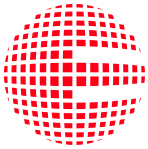


Lorsqu'on observe les taux sur les nouveaux crédits et qu'on les compare avec le graphique 1, on voit bien que la dynamique des taux directeurs se transmet dans l'économie via les intermédiaires financiers.

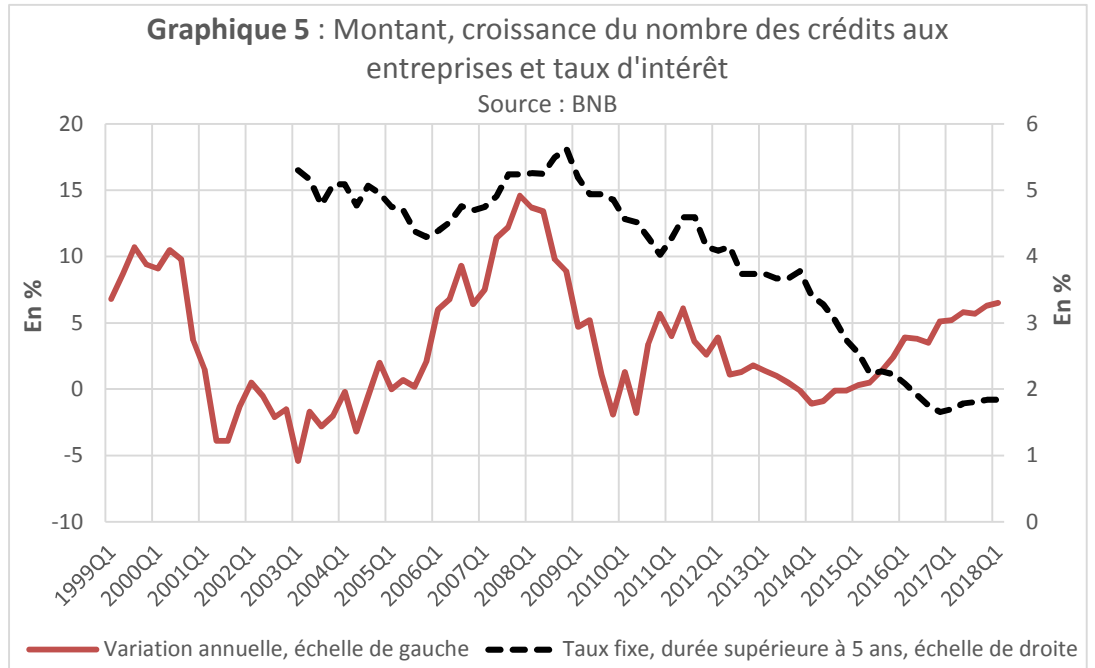
On observe effectivement une hausse importante et rapide avant l'éclatement de la crise de 2008 puis une baisse très rapide. Ensuite, on constate également la tentative de normalisation entamée en 2010-2011 qui a dû être stoppée suite aux problèmes de dettes publiques en Europe.

Depuis, les taux n'ont eu de cesse d'atteindre des niveaux planchers historiques. On peut aussi noter que, peu importe l'environnement monétaire, la logique de taux plus élevés dans le cadre de crédits à long terme restait de mise. Depuis que la BCE a commencé ses achats d'obligation à long terme, néanmoins, la différence entre les taux à court et à long terme s'est fortement rétrécie.

***Le climat pour les projets d'investissements à long terme des entreprises est donc devenu extrêmement favorable en 2016-2018 en ce qui concerne les taux d'intérêt.***



## 2.2 Croissance du volume des crédits aux entreprises et taux d'intérêt

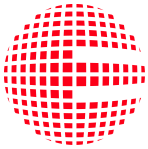


Typiquement, un taux d'intérêt plus faible encourage la croissance du crédit en rendant ce dernier relativement moins onéreux.

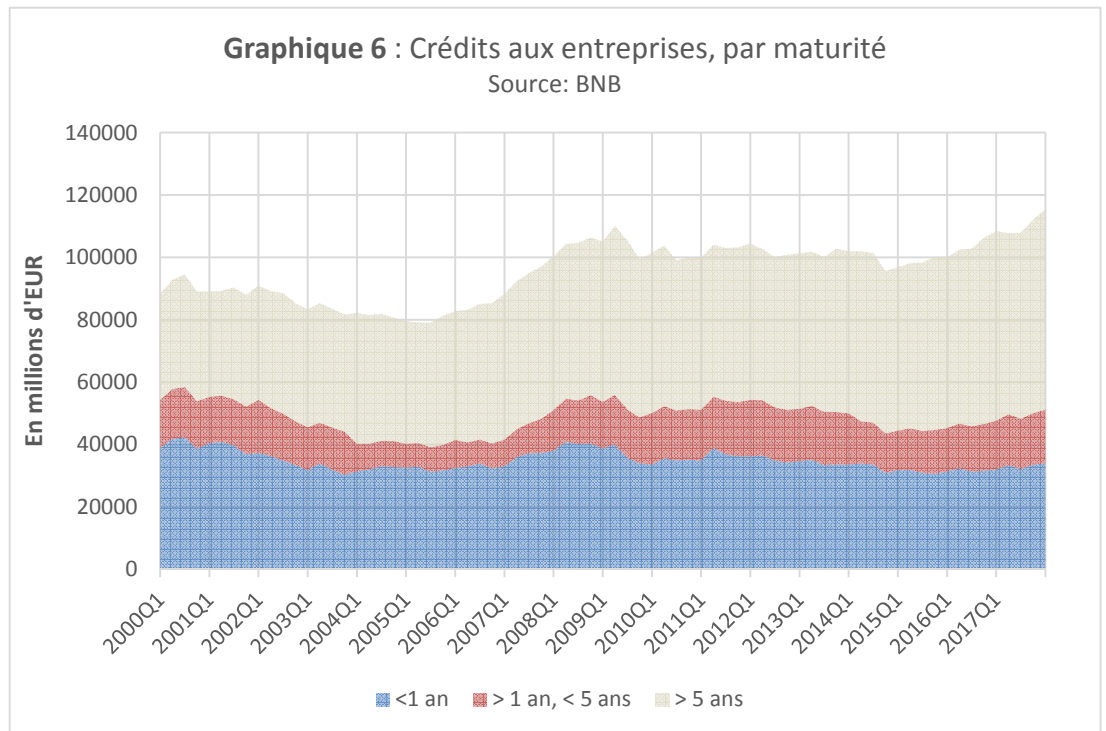
Cependant, entre 2005 et 2012, la corrélation inverse entre taux d'intérêt et croissance des crédits semble absente. Ce sont alors les facteurs conjoncturels qui conduisaient l'évolution des crédits.

Par contre, entre 2013 et 2017, cette corrélation est plus qu'évidente. Non seulement la baisse du taux d'intérêt s'est raffermit mais dans le même temps la croissance des crédits aussi.

***Le bazooka de la BCE, entraînant une baisse encore plus marquée des taux d'intérêt, a alors clairement eu un impact sur l'accélération de la croissance des crédits.***



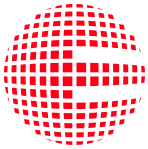
### 2.3 Crédit aux entreprises, par maturité



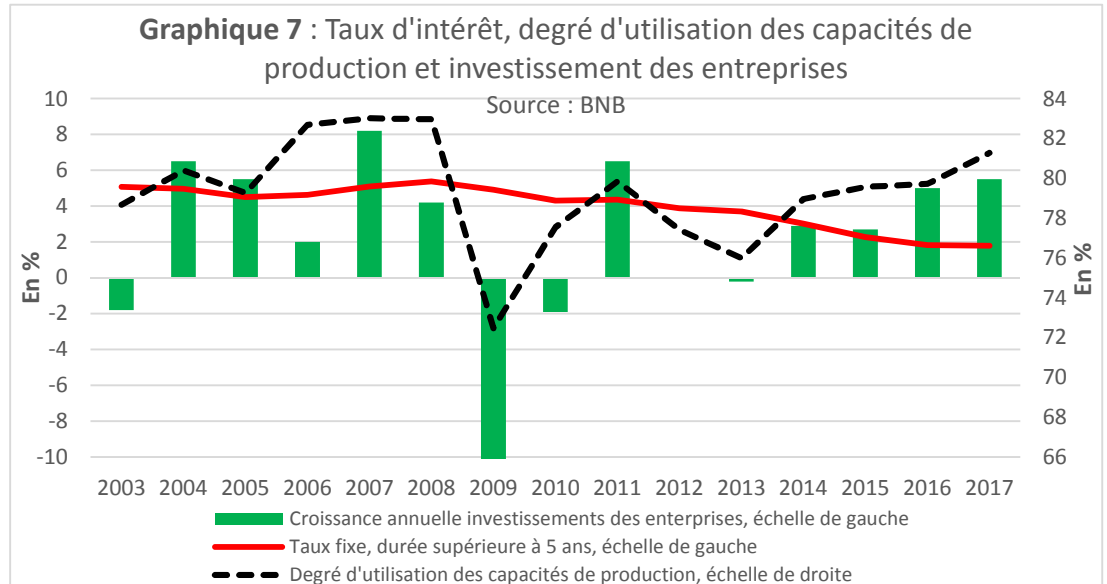
Après avoir baissé entre 2000 et 2004, l'encours total est reparti à la hausse entre 2005 et 2008. Il a ensuite fallu attendre 2014 avant de revoir une hausse de l'encours total des prêts, chaque hausse se faisant sous l'impulsion des crédits à long terme.

Entre 2000 et 2004, c'est l'assainissement des bilans post crise DOTCOM qui explique cette évolution. On a ensuite l'emballement puis l'éclatement de la crise des *subprimes*, dont la résolution de la crise a mis un certain temps. Enfin, on voit bien l'effet du bazooka de la BCE, avec une hausse des crédits à long terme constatée à partir de fin 2014.

***Il est donc manifeste que les entreprises ont profité au cours des années écoulées des taux d'intérêt à long terme extrêmement bas pour les geler dans la durée. Cela leur garantit évidemment des fondements financiers plus solides et moins d'incertitudes.***



## 2.4 Taux d'intérêt, degré d'utilisation des capacités de production et investissement



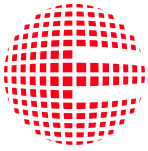
Un relâchement monétaire a pour but de stimuler l'activité économique, notamment l'investissement. De fait, un abaissement des taux directeurs va aussi entraîner une baisse du taux d'intérêt payé par les entreprises. Ainsi, l'investissement devient relativement moins cher.

Cependant, le niveau des taux d'intérêt n'est pas le seul déterminant de la décision d'investissement. En effet, après 2008 et la crise des dettes souveraines, l'investissement s'est contracté alors que le taux d'intérêt continuait de baisser.

En effet, le niveau d'utilisation des capacités de production va aussi entrer en ligne de mire. Lorsqu'il est élevé, les entreprises sont incitées à investir pour augmenter leurs capacités et répondre à la demande, et inversement.

Donc, l'abaissement du taux d'intérêt conjugué à un retour d'une bonne conjoncture en 2016-2017 ont généré des pressions à la hausse sur les capacités de production, qui ont atteint leur niveau le plus élevé depuis 10 ans (81,2%). Ainsi, les entreprises ont été incitées à investir pour répondre à cette demande, entraînant une accélération de la croissance de l'investissement, dont la croissance annuelle est passée de 2,7% en 2015 à 5,5% en 2017.

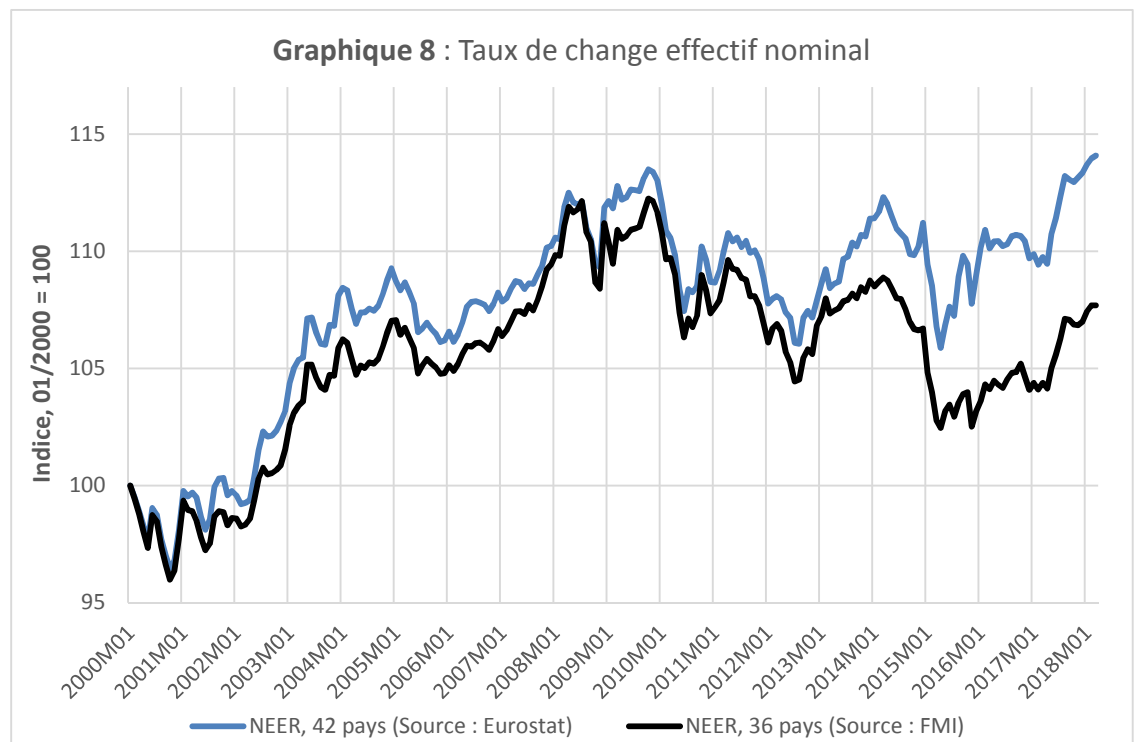
***Le climat de taux bas a donc certainement contribué au redressement des investissements, mais il n'est pas le seul (et sans doute pas le principal) facteur explicatif.***



### 3 Impact du climat monétaire sur les exportations des entreprises en Belgique

#### 3.1 Taux de change effectif nominal (NEER) vis-à-vis de 36 et 42 partenaires

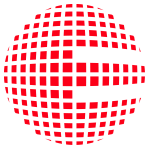
Le taux de change effectif nominal (NEER) est une somme pondérée des taux de change des différents partenaires commerciaux. Un niveau plus élevé signifie une monnaie plus chère et donc une position compétitive moindre et vice versa. Ceci permet donc plus de finesse et de profondeur que la seule évolution de l'euro vis-à-vis d'autres monnaies majeures.



La Belgique est une économie ouverte, très intégrée dans la zone euro. En effet, 58% des partenaires commerciaux belges se trouvent au sein de l'union monétaire européenne (UEM). Depuis le début de l'Union Monétaire Européenne la volatilité du NEER Belge a donc fortement diminué, puisque dès lors il n'y a plus eu de mouvements de taux de change vis-à-vis de 58% de nos partenaires commerciaux. L'évolution des taux de change des autres 42% n'est néanmoins pas négligeable comme le montre le graphique 8.

On y voit deux taux de change effectifs nominaux. Le premier, compilé par Eurostat, prend en considération 42 partenaires commerciaux et celui compilé par le FMI en tient compte de 36. L'indicateur d'Eurostat inclut l'UE et 14 pays supplémentaires<sup>1</sup>. L'indicateur du FMI inclut aussi l'Islande, Israël, Singapour et

<sup>1</sup> Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Japon, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Russie, Suisse, Turquie, USA



Taiwan, mais exclut le Brésil, la Bulgarie, la Chine, la Croatie, la Hongrie, le Mexique, la Pologne, la Roumanie, la Russie et la Turquie. Ce dernier indicateur (FMI) est donc moins influencé par les cours de change des pays BRICS.

Dans les deux cas, une hausse de l'indice indique une appréciation et donc une perte de compétitivité vis-à-vis de ces partenaires commerciaux.

Concernant le NEER 36 partenaires du FMI, il a connu une appréciation de près de 7% depuis l'an 2000. Plus précisément, on constate tout d'abord une appréciation entre 2001 et mi-2008 qui n'a connu une interruption significative qu'en 2005. À ce moment, la Chine avait abandonné la fixité de son taux de change vis-à-vis du dollar, entraînant une dépréciation du dollar ainsi que de l'euro. Mais c'est surtout la crise financière des *subprimes* qui a mis fin à cette longue période d'appréciation du taux de change avec des baisses significatives en automne 2008 et 2010. Ensuite, une hausse avait débuté mi-2010 mais la crise des dettes souveraines a généré une nouvelle baisse jusque mi-2012.

Après avoir crû de 3,5% entre août 2012 et mai 2014, il a ensuite entamé une forte dépréciation suite à un relâchement supplémentaire de la politique monétaire de la BCE. Une nouvelle baisse des taux directeurs ainsi que l'annonce de la mise en place du programme d'assouplissement quantitatif ont entraîné l'importante dépréciation du cours de l'euro vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux, donc du NEER. De plus, la Banque Nationale Suisse (BNS) a annoncé renoncer à bloquer le cours du franc suisse face à l'euro le 15 janvier 2015, entraînant une dépréciation de l'euro vis-à-vis du franc suisse de 20% du jour au lendemain.

Globalement, l'évolution entre les deux indices a été très semblable entre 2000 et 2013. Depuis lors, l'écart est cependant très marqué, l'indicateur d'Eurostat s'appréciant de 3,2% entre février 2013 et décembre 2017 alors celui du FMI se dépréciait légèrement (-0,9%).

On peut expliquer cela par l'inclusion de pays tels que le Brésil, la Russie et la Turquie dans l'indicateur d'Eurostat, dont l'affaiblissement de leurs monnaies nationales a été particulièrement important au cours de cette période (à cause d'un différentiel d'inflation persistant).

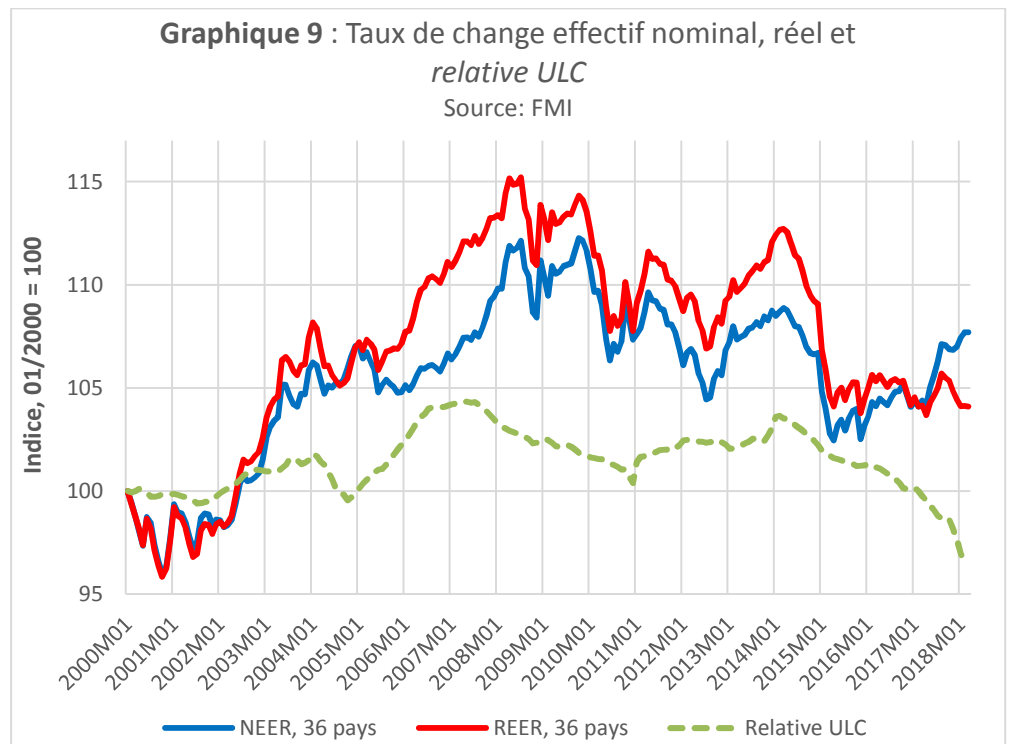


### 3.2 Taux de change effectif réel (REER), nominal et *relative ULC* vis-à-vis de 36 partenaires

Le taux de change effectif réel (REER) est un index représentant le taux de change effectif nominal corrigé pour les mouvements relatifs soit en termes de prix nationaux soit en termes d'indicateurs de coût.

L'indicateur REER à 36 partenaires du FMI utilisé ici corrige le NEER sur base des coûts unitaires du travail. La troisième courbe dépeint la série relative de l'ULC<sup>2</sup>.

Elle est obtenue en faisant le rapport entre le REER 36 et le NEER 36, permettant ainsi de constater à quel point les variations en termes de coûts unitaires du travail (ULC) impactent le taux de change effectif réel.

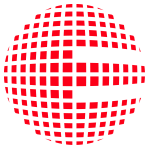


Tout d'abord, on constate que le REER s'est aussi apprécié entre 2000 et 2017 de 4%, ce qui est une hausse un peu moins marquée que le NEER (surtout grâce aux mesures récentes de modération du coût salarial).

Le graphique 9 nous montre aussi qu'il y a eu une plus forte appréciation du REER par rapport au NEER entre 2000 et 2008. Cela a par ailleurs été particulièrement le cas entre 2005 et 2008, période de forte indexation salariale.

L'analyse de la courbe relative ULC met d'ailleurs bien en évidence l'importante contribution de la hausse des coûts salariaux dans l'appréciation du taux de change effectif réel, avec une hausse de 4,6% entre fin 2004 et mi-2007. Il en

<sup>2</sup> Unit Labor Cost



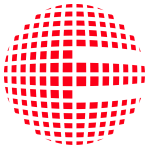
est de même entre 2010 et 2014, où l'écart entre REER et NEER est plus marqué du fait de l'évolution des coûts du travail.

Par la suite, les mesures de compétitivité mises en place (modération salariale, tax shift, saut d'index) ont fait baisser significativement les coûts salariaux relatifs, comme le montre la série relative qui a diminué de 4% entre avril 2015 (début du saut d'index) et fin 2017.

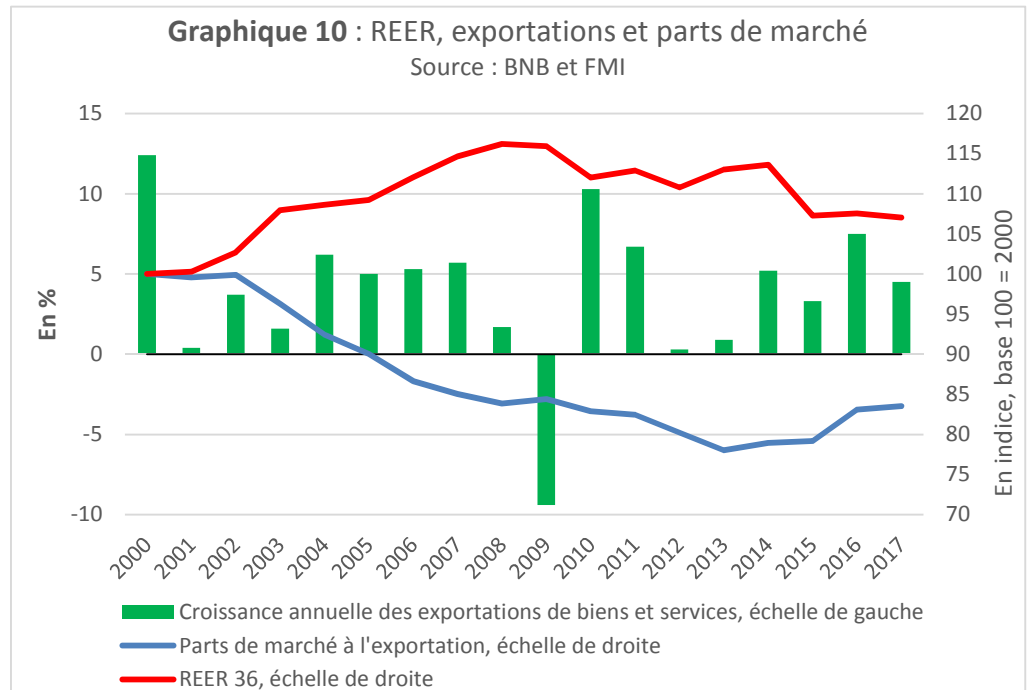
D'un point de vue positif, la modération des coûts salariaux entre avril 2015 et fin 2017 a permis de compenser la presque totalité de l'impact négatif de l'appréciation effective du taux de change (+4,5%) sur la compétitivité-coût des entreprises belges.

D'un point de vue négatif, l'amélioration de la compétitivité-coût résultant des mesures gouvernementales a été anéantie par l'appréciation (temporaire ou pas) de l'euro face (principalement) à la livre britannique et au dollar américain. Cela explique aussi pourquoi les exportations nettes belges n'ont connu qu'une accélération limitée de leur croissance (en volume) au cours des dernières années.





### 3.3 REER, exportations et parts de marché

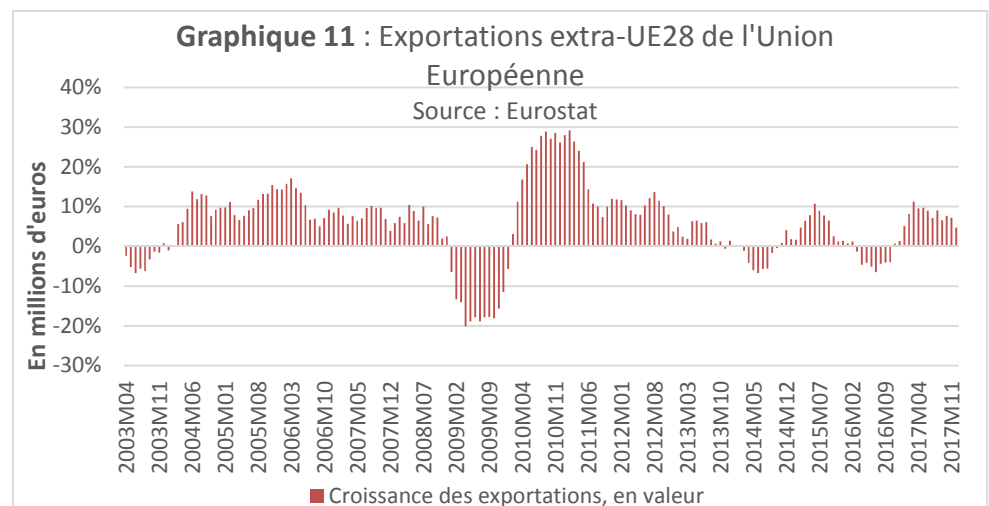


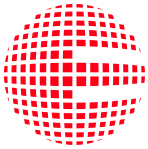
La croissance des exportations est déterminée par la croissance des marchés et l'évolution des parts de marché. L'évolution des parts de marché est fortement liée à l'état de la compétitivité belge.

Entre 2000 et 2009, on voit bien qu'alors que le REER s'appréciait substantiellement, les parts de marché ont décliné jusqu'à atteindre un minimum en 2013.

Entre 2014 et 2016, la tendance s'est inversée, sous l'impulsion d'une baisse de l'euro et des mesures de compétitivité.

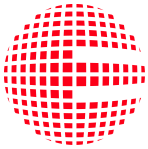
Suite à l'appréciation de l'euro depuis mi-2016 vis-à-vis de la Livre et depuis début 2017 vis-à-vis du Dollar, alors la baisse du REER a ralenti, ce qui a également atténué les gains de parts de marché.





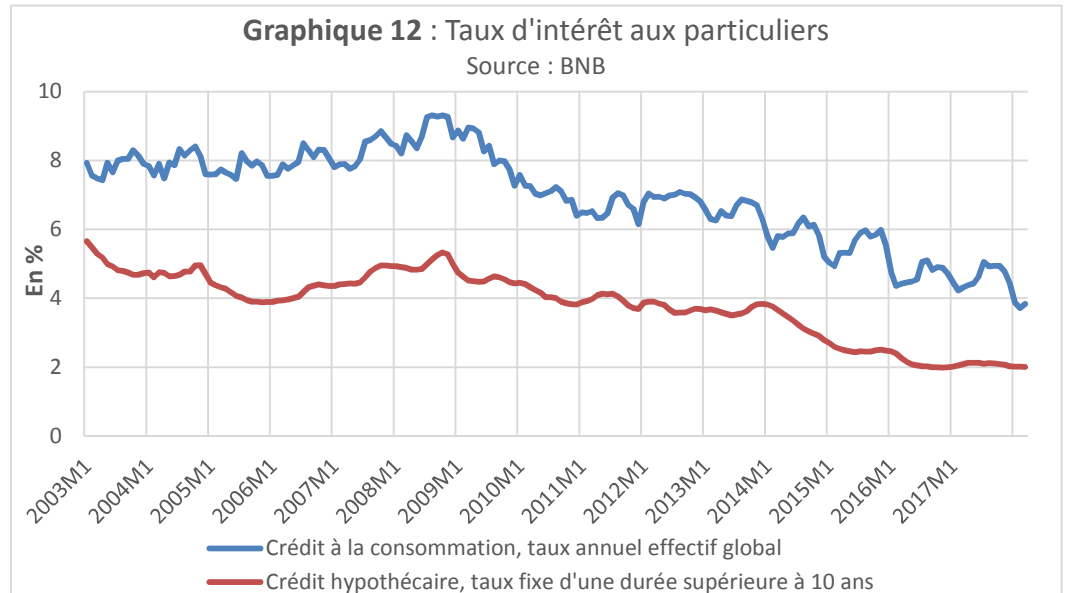
Suite (-17-) du document du 24 mai 2018

L'impact de l'appréciation récente de l'euro commence aussi à se faire sentir dans le rythme de croissance des exportations hors UE, qui a chuté de plus de 10% au début de 2017 à un peu plus de 5% fin 2017. Cela reste un rythme de croissance annuelle plus que correct, mais le ralentissement révèle toutefois que l'appréciation de l'euro face aux trois autres grandes monnaies pourrait compromettre l'élan des exportations européennes s'il se poursuivait. L'euro n'a d'ailleurs pas fléchi ces dernières semaines.



## 4 Impact du climat monétaire sur les ménages en Belgique

### 4.1 Taux d'intérêt pour les crédits aux particuliers

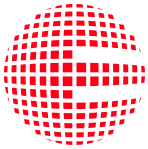


De même que pour les entreprises, on constate sans surprise que la tendance des taux est à la baisse, aussi bien pour les crédits à la consommation que pour les crédits hypothécaires. Aussi, il n'y a pas de rupture significative concernant les écarts entre les taux de ces deux types de crédit.

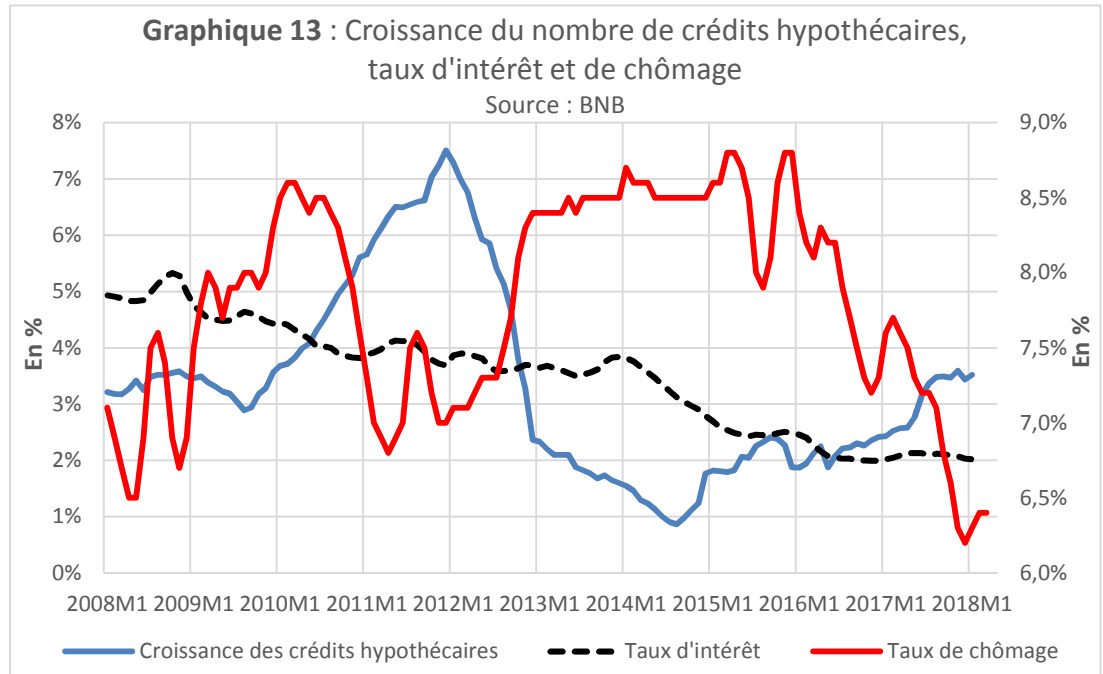
En effet, le crédit à la consommation est plus cher. Cela provient d'une prime de risque implicite plus élevée en partie liée à la nature des emprunteurs mais aussi des types de biens achetés ; les emprunteurs étant généralement des ménages aux moyens plus limités qui ne peuvent effectuer d'un coup des achats d'ampleur.

L'objet de l'emprunt est, comme son nom l'indique, la consommation de biens, comme des voitures, des télévisions, des ordinateurs, smartphones et autres biens d'électroménager. Ces biens, malgré le fait qu'on les qualifie de biens durables, connaissent malgré tout une dépréciation notable, contrairement à l'investissement immobilier par exemple.

Ainsi, la politique monétaire ultra souple de la banque centrale a contribué à la diminution drastique des charges d'intérêt assumées par les ménages. Cela leur a permis de soit refinancer leur crédit hypothécaire à moindre coût, soit d'avoir recours à un crédit à la consommation moins cher et donc, in fine, consommer plus.



## 4.2 Croissance du volume de crédits hypothécaires, taux d'intérêt et chômage

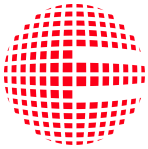


Même si elle ne s'est jamais révélée négative, la croissance des crédits hypothécaires a tout de même dégringolé à partir de janvier 2012 pour connaître son point le plus bas en août 2014. Sa croissance a par la suite repris de la vigueur, renouant avec les taux de 2009. Cependant, on reste très loin du pic de fin 2011 (+ 7,3%) avec une croissance de 3,5% en janvier 2018.

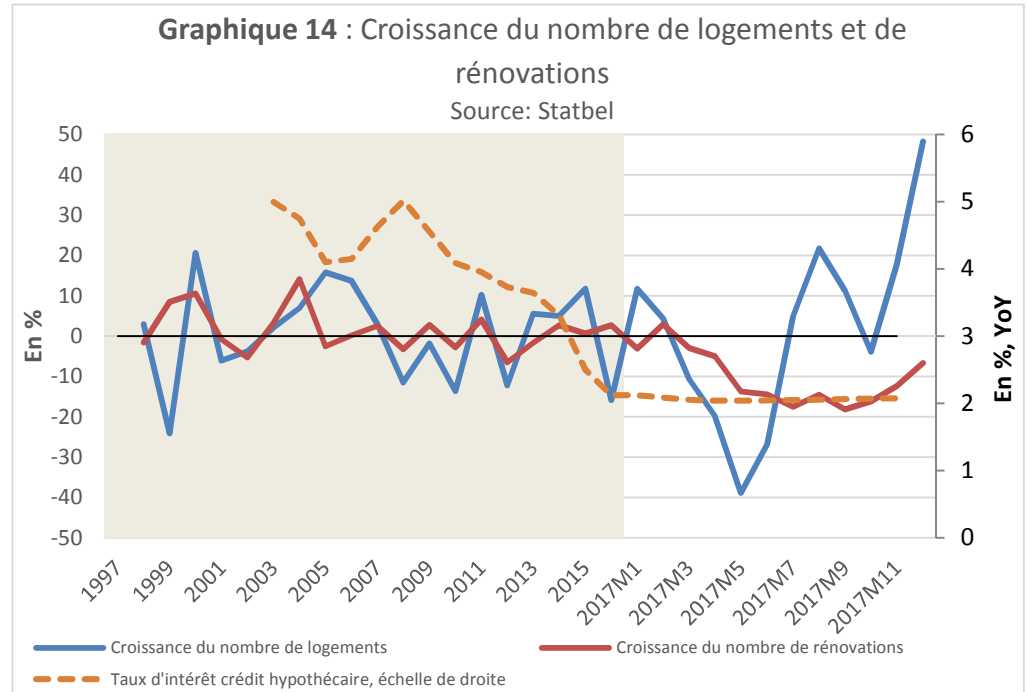
Cependant, ces évolutions drastiques se sont produites en parallèle d'une évolution à la baisse des intérêts hypothécaires presque linéaire. Cette baisse s'est accentuée en 2014 lorsque la BCE a sorti son bazooka, mais avec une ampleur légèrement plus faible que les crédits aux entreprises non financières.

Par ailleurs, le lien entre taux de chômage et volume des crédits est beaucoup plus fort. Le chômage ayant baissé (passant de 8,8% en décembre 2015 à 6,6% en janvier 2018), la situation financière des ménages s'est améliorée.

***Au final, l'accélération de la baisse du taux d'intérêt combiné à l'amélioration de la situation financière des ménages a fait en sorte que la croissance des crédits hypothécaires a à nouveau accéléré.***



### 4.3 Permis de bâtir en 2017 : croissance forte du nombre de logements et rénovations



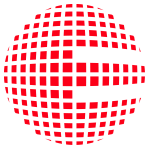
En prenant un angle plus prospectif avec les permis de bâtir en logements et rénovation, plusieurs éléments sautent aux yeux.

Tout d'abord, pour les rénovations et les nouveaux logements, l'évolution a été globalement stationnaire depuis l'entrée dans le nouveau millénaire.

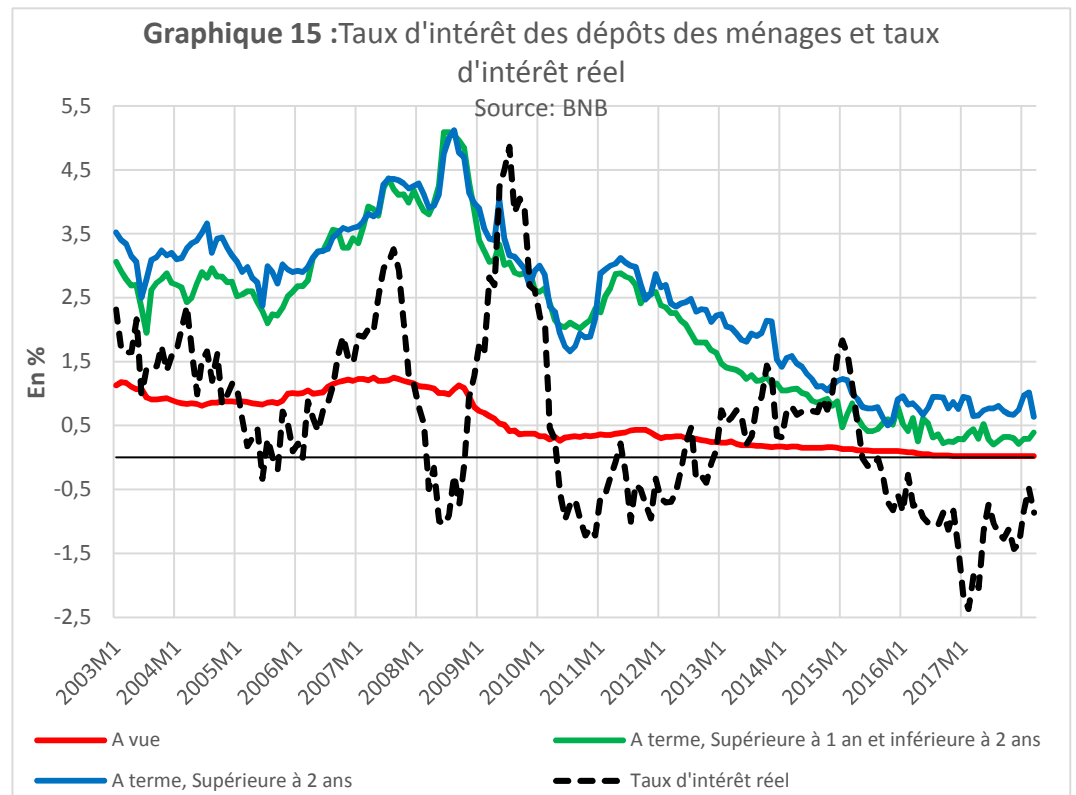
Ensuite, la croissance des rénovations a été négative en 2017 mais s'est relevée à partir de septembre. Pour les logements, elle a aussi été négative jusque mai. Cependant, la dynamique s'est ensuite inversée ; les taux affichés étant largement positifs en juillet (+21,7%) et novembre (+48,3%) par exemple<sup>3</sup>.

***Dans le même temps, les normes énergétiques ont été renforcées en Flandre et les taux hypothécaires ont atteint des niveaux historiquement bas. Tout cela a clairement contribué au retour d'une croissance des permis en 2017.***

<sup>3</sup> La série temporelle pour l'année 2017 étant exprimée en termes mensuels et non plus annuels, il faut tenter de faire abstraction des effets saisonniers.



#### 4.4 Taux d'intérêt sur les dépôts des ménages



Après avoir connu une forte hausse entre 2005 et 2008, la rémunération des dépôts s'est effondrée. Elle a ensuite de nouveau entamé une dynamique haussière pour une fois de plus diminuer à partir de juillet 2011.

Au final, suite à l'assouplissement monétaire, les taux ont fortement baissé pour tout type de dépôt, réduisant les écarts de rémunération. Désormais, les dépôts les plus rémunérateurs<sup>4</sup> ne dépassent même pas 1% alors que les dépôts plus courts rémunèrent entre 0,1 et 0,21% seulement.

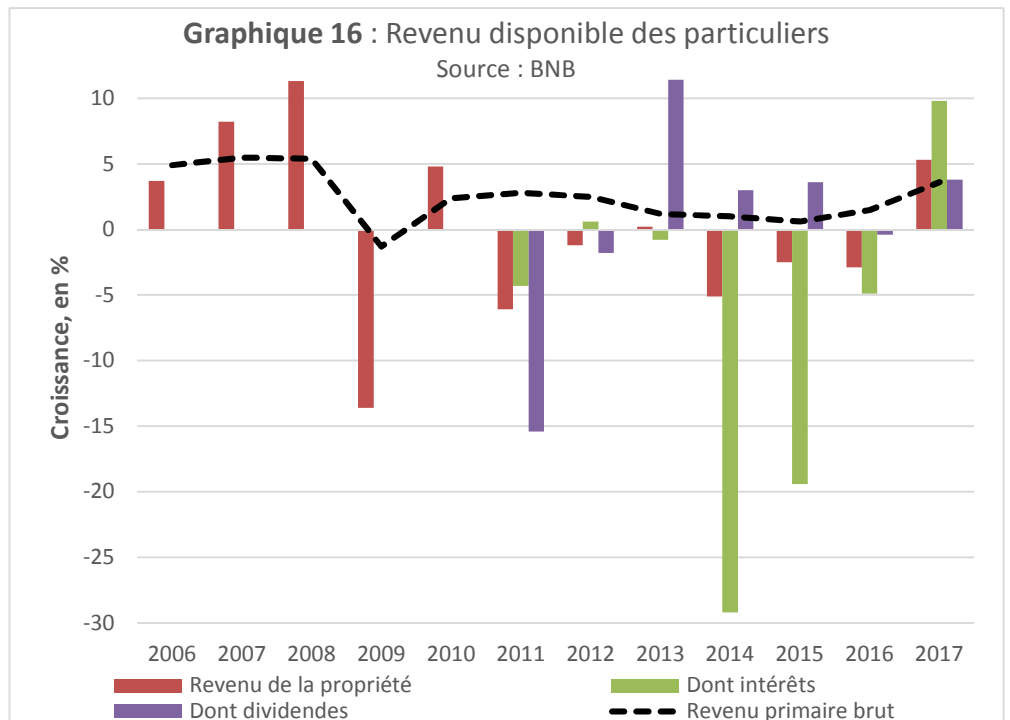
En terme réel, la rémunération des dépôts est en fait négative depuis 2015, surtout que l'inflation plus soutenue en Belgique (+2% en 2016 et +2,2% en 2017) qu'en zone euro (+0,2% puis +1,5%) a accentué ce phénomène.

Le point 4.5 montre l'impact de cette baisse de taux sur le revenu des particuliers et le point 4.6 l'impact sur leur épargne.

<sup>4</sup> D'une durée supérieure à 2 ans.



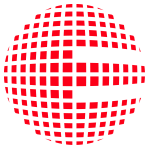
#### 4.5 Revenu disponible brut des particuliers



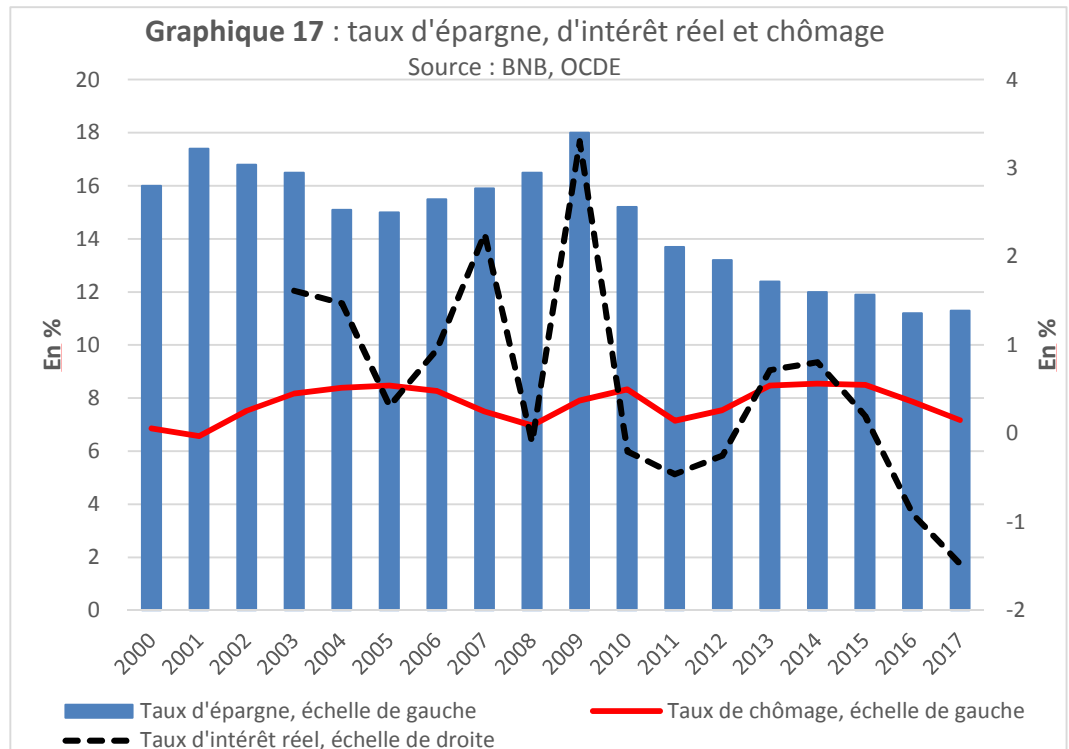
Forcément, l'impact sur le revenu global des particuliers est non négligeable. La croissance du revenu disponible a été modérée après la chute opérée en 2008 (en moyenne, +1,95% par an entre 2010 et 2017, contre +5% auparavant).

Aussi les revenus d'intérêt se sont contractés avec la faiblesse des taux et que cette contraction s'est révélée la plus franche entre 2014 et 2016 (-29,2% en 2014, -19,4% en 2015 et -4,9% en 2016), alors que la politique de taux 0 était renforcée et qu'un assouplissement quantitatif d'ampleur se mettait en place. Dans le même temps, les charges d'intérêt sur les crédits ont aussi baissé, mais pas dans les mêmes proportions.

Au final, cette baisse des revenus d'intérêt a eu un effet négatif net sur la croissance du revenu disponible des ménages de 0,35% par an en 2014-2016.



#### 4.6 Taux d'épargne, chômage et taux d'intérêt réel



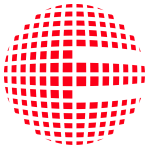
Épargner, c'est renoncer à consommer maintenant pour pouvoir consommer plus demain. Un taux d'intérêt plus bas diminue donc ce surplus futur de consommation. La Belgique est un pays caractérisé par un taux d'épargne historiquement élevé. Cependant, ce dernier a fortement et continuellement baissé après 2009, jusqu'à se stabiliser en 2016.

Premièrement, la baisse du taux d'intérêt entraîne une baisse importante des revenus d'intérêt, constatée en 4.5. Typiquement, ces revenus alimentent l'épargne, donc le taux d'épargne diminue avec la baisse de ces revenus d'intérêt.

Deuxièmement, un effet de substitution s'opère. En quête de rendement, des revenus qui auraient été épargnés avec des taux d'intérêt plus élevés vont être consommés ou investis ailleurs (immobilier, obligations, actions, crypto-monnaies, etc.).

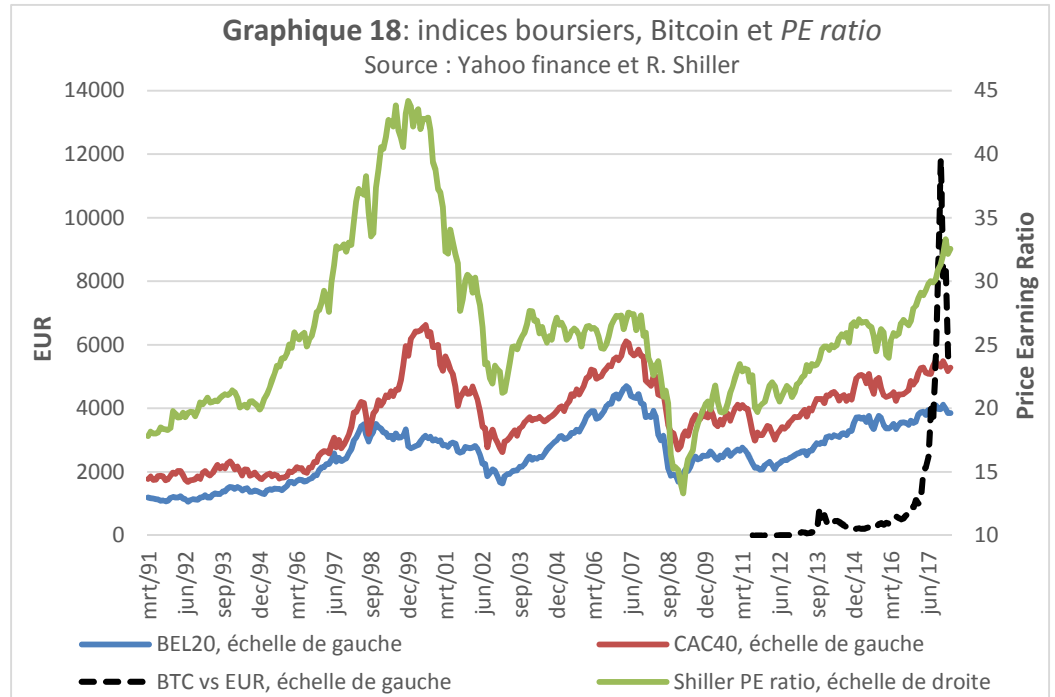
La combinaison de pertes de revenus d'intérêt et de la substitution de l'épargne par la consommation ou l'investissement (à crédit) expliquent la baisse constatée du taux d'épargne entre 2009 et 2016.





## 5 Impact du climat monétaire sur les prix des actifs

### 5.1 Indices boursiers et Bitcoin



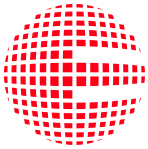
L'inflation reste faible en zone euro (+0% en 2015, +0,2% en 2016 et 1,5% en 2017), malgré la souplesse de la politique monétaire depuis une dizaine d'années. Cependant, cette inflation est mesurée via l'indice des prix à la consommation. Or, cet indice ne tient pas compte des prix des actifs financiers. La question serait de savoir si cet afflux massif de liquidités en quête de rendement n'a pas contribué à la formation de nouvelles bulles spéculatives.

Entre décembre 2017 et 2016, le BEL 20 a crû de 16,1%, le CAC 40 de 15,4%. Le Shiller PE ratio<sup>5</sup> est en hausse presque constante depuis septembre 2011 et au-dessus de sa moyenne des dix dernières années (32,55 contre 23,32 en moyenne).

Les cours reflètent la valeur actualisée des recettes futures des actions. Ainsi, une baisse des taux d'intérêt augmente leur valorisation. Aussi, on est actuellement dans une période de haute conjoncture très synchronisée internationalement. La rentabilité des entreprises a augmenté et les perspectives pour 2018 sont bonnes, poussant la valorisation boursière à la hausse.

Lors de la bulle DOTCOM, la valeur du Shiller ratio avait plus que doublé. Même s'il a aussi plus que doublé dernièrement, ce ratio l'a fait en 106 mois,

<sup>5</sup> Ce ratio cours/bénéfice du S&P 500 est basé sur les bénéfices corrigés de l'inflation moyenne des 10 années précédentes. Il est aussi appelé le *Cyclically Adjusted PE Ratio (CAPE Ratio)* ou PE 10.



Suite (-25-) du document du 24 mai 2018

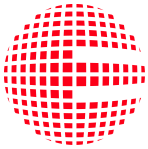
contre 63 mois pour la bulle internet. De plus, il partait d'un plus bas historique suite à l'effondrement de 2008. Concernant les cours boursiers, il ne semble pas qu'on ait donc affaire à une bulle spéculative.

Pour les crypto-monnaies, leur valorisation a explosé<sup>6</sup> en 2017. Vu l'ampleur de la baisse constatée fin décembre 2017, on était clairement confronté à une bulle. Cependant, étant donné la plus petite taille de ce marché<sup>7</sup>, son impact sur l'économie globale et réelle a été limité.

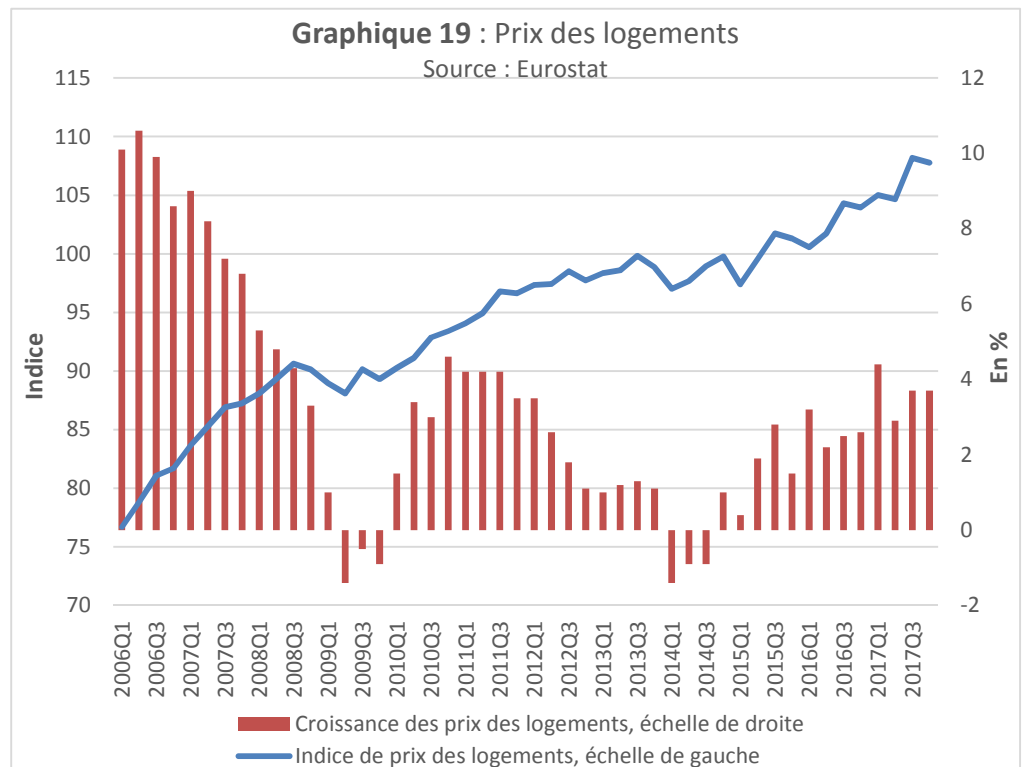
---

<sup>6</sup> Entre le 1<sup>er</sup> janvier 2017 et le 19 décembre 2017, le Bitcoin s'est apprécié de 1950%, l'Ethereum de 10 893% et le Ripple de 12 089% !

<sup>7</sup> La « capitalisation » totale des crypto-monnaies représentait 409 milliards de dollars (source : coinmarketcap.com, le 14/05/2018). À lui seul, le marché boursier américain pèse 30 000 milliards de dollar.



## 5.2 Prix des logements



On a vu aux points 4.5 et 4.6 l'impact de la politique monétaire sur les volumes des crédits hypothécaires et sur les permis de bâtir. Tournons-nous maintenant vers l'évolution des prix immobiliers. Globalement, les prix ont connu une croissance de 37% entre 2006 et 2017. Annuellement, cela revient à une croissance de 2,6%.

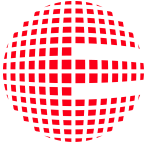
Ensuite, on voit qu'à l'introduction du relâchement monétaire supplémentaire de 2014, la hausse des prix a regagné en vigueur. Depuis, on a des taux de croissance qui se retrouvent entre 3 et 4% par an.

Mais cette accélération ne semble pas démesurée. En effet, elle se produit après quatre ans de relative stagnation du niveau des prix. De plus, la croissance des prix sur la décennie 2008-2018 devrait être largement moindre que les 150% de la décennie précédente (+30% entre 2008 et 2017).

Pour le même revenu, la capacité d'emprunt en 2016 a augmenté de 15% grâce à la baisse des taux d'intérêt alors que les prix en 2 ans avaient alors connu une hausse inférieure à 6%<sup>8</sup>.

De plus, entre 2008 et 2017, l'évolution des prix (à la hausse) a été proportionnellement moins importante que celle des taux (à la baisse). La baisse des taux a donc compensé la hausse des prix des logements en

<sup>8</sup> Manceaux J. (2017), « Les taux bas ne poussent plus les prix à la hausse », ING, *ING Focus Belgian Real Estate*, 14 juin 2017.



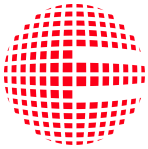
Suite (-27-) du document du 24 mai 2018

entraînant une baisse des mensualités au lieu d'une hausse en raison de la hausse des prix des maisons

Compte tenu de ces éléments et d'une hausse des taux certainement lente<sup>9</sup>, un scénario de crash du marché immobilier belge semble peu probable.

---

<sup>9</sup> Voir point 6.1.1 pour l'évolution des taux directeurs de la BCE.



## **6 Les taux d'intérêt à l'avenir**

### **6.1 Direction future des politiques monétaires**

#### **6.1.1 BCE**

Le 26 avril 2018, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir sa politique de taux. Il n'y a pas de changement en ce qui concerne les opérations de refinancement, les facilités de prêt ainsi que les facilités de dépôt, dont les taux restent respectivement à 0%, 0,25% et -0,4%. De plus, il a été avancé que ces taux resteraient à ces niveaux pour une longue durée, c'est-à-dire bien après la fin du programme d'assouplissement quantitatif.

Concernant ce dernier, il a été décidé de diminuer à partir de janvier 2018 l'ampleur des achats mensuels, passant de 60 milliards mensuel à 30 milliards. Le programme sera poursuivi au moins jusque septembre 2018 et sera prolongé si nécessaire. Ces décisions ont été réaffirmées lors du Conseil des Gouverneurs du 25 janvier 2018.

#### **6.1.2 FED**

Lors de sa dernière réunion (02/05/2018), le Comité de la FED a décidé de maintenir l'objectif pour le taux fédéral entre 1,5 et 1,75%. En accord avec son double mandat de stabilité des prix et de plein emploi, elle décide donc de maintenir une politique monétaire très accommodante.

Son but est de soutenir le maintien d'un fort marché de l'emploi et un retour soutenable à une inflation proche des 2%. En effet, les attentes en terme d'inflation, bien qu'haussières, restent en deçà de l'objectif de la FED. À moyen et long terme, l'objectif de normalisation de la politique monétaire est maintenu et la FED va observer avec une grande attention l'évolution de l'inflation et du marché de l'emploi.

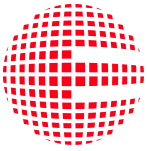
#### **6.1.3 BoE**

Le MPC<sup>10</sup> de la BoE a voté le 10 mai 2018 le maintien de son taux directeur à 0,5% ainsi que la poursuite de son programme d'assouplissement quantitatif. L'inflation reste au-delà de l'objectif de la banque (2,5% contre l'objectif habituel de 2%).

Ainsi, il n'est pas exclu que dans un futur proche la politique monétaire soit davantage resserrée afin de ramener l'inflation plus proche de l'objectif de long terme. Ils mettent cependant en évidence que les éventuelles hausses de taux se produiront à un rythme graduel et auront une portée limitée.

---

<sup>10</sup> Monetary Policy Committee



## **7 Conclusion**

La politique monétaire ultra souple de la BCE a eu plusieurs effets. Premièrement, elle a permis de réduire les taux d'intérêt pour les entreprises à partir de 2014, ce qui a permis de réduire le coût de l'investissement et a donc permis la reprise de sa croissance en Belgique et au sein de l'UE.

Deuxièmement, cela a assuré une dépréciation accélérée de l'euro en 2015-2016. Ainsi, les gains de parts de marché à l'exportation belge et européens sont repartis à la hausse, permettant une hausse des exportations directes et indirectes.

Par la suite, l'amélioration de la conjoncture européenne et le Brexit notamment ont contribué à une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et de la livre. Avec un regard optimiste, l'appréciation du taux de change effectif de 4,5% entre avril 2015 et fin 2017 a pu être compensée par la modération des coûts salariaux, permettant le statu quo en termes de compétitivité-coût des entreprises belges.

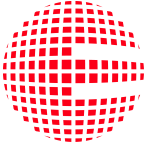
Avec une vue plus pessimiste, l'amélioration de la compétitivité-coût a été contre balancée par l'appréciation de l'euro, expliquant pourquoi l'accélération de la croissance des exportations n'a été que modérée.

Concernant les ménages, la rémunération de l'épargne s'est considérablement réduite suite à la baisse des taux. En effet, les revenus d'intérêt ont pâti de la baisse des taux, surtout entre 2014 et 2016. Au cours de cette période, la baisse des revenus d'intérêt a eu un effet négatif de -0,35% par an sur la croissance du revenu disponible des ménages, c'est plus que dans d'autres pays européens.

D'un autre côté, les taux d'intérêt ont incité la consommation et l'investissement des ménages (logements et rénovations) au détriment du taux d'épargne qui est passé de 18% en 2010 à 11,5% en 2016-2017 (effet de substitution). Cette évolution est néanmoins aussi due à la baisse concurrente du chômage et à la baisse des revenus d'intérêt, souvent épargnés (effet de composition de revenu). La baisse des taux d'intérêt a donc sûrement contribué à un redressement de la consommation et de l'investissement des ménages. La politique monétaire souple ne s'est toutefois pas traduite en une bulle spéculative immobilière en Belgique.

Par contre, en ce qui concerne les crypto monnaies, la faiblesse des taux (donc des rendements d'actifs plus classiques) a certainement contribué à la formation d'une bulle en 2017 (éclatée en fin d'année). La petitesse de ce jeune marché ainsi que ses connexions peu profondes avec l'économie réelle font que cela n'a pas engendré d'importants remous.

Il reste cependant quelques points d'attentions. Même si elle n'a pas généré de bulle spéculative immobilière, la souplesse de la politique monétaire a tout de même permis une augmentation de l'endettement des ménages. Par ailleurs, il faudra rester attentif pendant la période de normalisation de la politique monétaire étant donné que les agents économiques sont habitués à de l'argent presque gratuit depuis longtemps.



Suite (-30-) du document du 24 mai 2018

Au final, la politique monétaire de la BCE a été adéquate pour la Belgique. Elle a permis de sortir d'une longue crise économique (2008-2013) et d'éviter la stagnation séculaire ainsi que la déflation tout en évitant de générer des effets secondaires nocifs.

Malgré tout, le taux directeur est un peu bas pour la Belgique car l'inflation est dans notre pays structurellement supérieur de 0,5 à 1% à celle des autres pays de l'UEM. Nous devons donc rester vigilants pour éviter la surchauffe sur le marché du travail ou immobilier.