

# RAPPORT PRESENTE PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE REGENCE

## *ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE ET FINANCIER*

### *Reprise plus rapide que prévu de l'économie mondiale, accompagnée de risques latents*

*Pendant l'année écoulée, l'économie mondiale s'est relevée plus vite qu'escompté des suites de la crise financière et économique survenue dans certains pays d'Asie ainsi que dans d'autres économies émergentes. L'ébranlement des systèmes financiers dans ces pays a pu être maîtrisé, tandis que les effets redoutés d'une contamination aux pays industrialisés sont restés limités, notamment grâce à un assouplissement approprié de la politique monétaire, qui a contribué à rétablir la confiance sur les marchés. Peu à peu, les perspectives de croissance dans le monde se sont sensiblement améliorées. Mais d'importants risques sous-jacents subsistent. Nombre de pays touchés par la crise sont encore loin d'avoir achevé l'ajustement nécessaire et ne sont dès lors pas à l'abri d'une nouvelle perte de confiance des bailleurs de fonds étrangers. Les déséquilibres persistants dans la composition de la croissance et dans les comptes extérieurs de grands pays industrialisés constituent une autre source d'inquiétude.*

*Après la grave récession dont ils ont souffert en 1998, la majorité des pays asiatiques en crise ont enregistré l'année dernière une reprise notable. La croissance du PIB de cette région aurait atteint quelque 4 p.c. Dans certains pays, comme la Corée du Sud et la Malaisie, la relance a même été supérieure aux attentes les plus optimistes. Soutenues par des cours de change avantageux, les exportations ont tiré pleinement profit de l'expansion du commerce mondial. La restructuration du secteur financier, qui s'imposait après les turbulences de ces dernières années, a bien progressé et la plupart des indicateurs financiers se sont stabilisés, ce qui, étant donné le recul de l'inflation, a permis de relâcher*

*la politique monétaire. Alors que cette région d'Asie paraît faire preuve d'un dynamisme renouvelé, il conviendra de résister à la tentation de délaissier les efforts de restructuration. La poursuite des réformes dans plusieurs domaines, en particulier dans le secteur des entreprises, est en effet indispensable au renforcement durable du potentiel de croissance de ces pays.*

*En Amérique latine, l'atonie a été générale l'année dernière. Seul le Mexique, aidé par sa proximité avec les Etats-Unis, s'est distingué par une forte croissance et d'excellents résultats du commerce extérieur. Au Brésil, la récession a été très modérée, et les signes d'une relance se font jour depuis peu. L'ensemble de la région demeure toutefois vulnérable en cas de nouveaux troubles financiers.*

*Il en va de même pour un grand nombre de pays en transition d'Europe centrale et orientale. Les répercussions de la crise russe y sont encore sensibles et le conflit au Kosovo a compliqué la reprise, surtout dans les Balkans. Ce n'est pas un hasard si les pays qui ont déjà réalisé les progrès les plus importants dans la transition vers l'économie de marché, ainsi que dans la mise en œuvre de politiques macroéconomiques et structurelles rigoureuses, ont le mieux résisté et ont engrangé de bons résultats l'année dernière. La Hongrie, la Pologne et la Slovénie en sont des exemples. L'Union européenne a tout intérêt à ce que les pays d'Europe centrale persévèrent sur la voie d'une croissance durable et d'une politique axée sur la stabilité, puisqu'il est désormais prévisible que certains d'entre eux adhéreront prochainement à l'Union.*

*L'économie japonaise, après deux années de net repli, paraît elle aussi se redresser, bien que la reprise soit encore instable et incertaine. Une politique monétaire et budgétaire toujours*

*expansionniste, de même que les indéniables progrès de l'assainissement et de la réforme des banques, ont ranimé la confiance, surtout celle des ménages. Le regain de la consommation privée et des investissements en logements le prouve. La croissance a toutefois été principalement stimulée par les investissements publics, qui auraient crû de quelque 14 p.c. en volume, soit plus d'un point de pourcentage du PIB. La formation de capital fixe des entreprises, en revanche, s'est encore tassée, mais dans une moindre mesure que l'année précédente. A l'inverse de celle des banques, la restructuration des entreprises demeure embryonnaire. Elle s'accompagne, principalement dans l'industrie traditionnelle, de la suppression progressive des capacités de production excédentaires ou non rentables et d'une contraction de l'emploi.*

*Sur le plan extérieur, l'économie du Japon a, certes, été entraînée par le rebond enregistré par les principaux partenaires commerciaux de la région, mais la forte appréciation du yen a écorné la compétitivité et accru les importations. Par solde, les opérations sur biens et services avec l'étranger ont dès lors été à peu près neutres pour la croissance, tandis que le surplus courant de la balance des paiements est resté particulièrement élevé, à presque 3 p.c. du PIB.*

*Etant donné le doute qui subsiste quant à la pérennité et à l'ampleur de la reprise conjoncturelle, les autorités japonaises n'ont pour l'instant guère d'autre choix que de garder une politique de relance. Dans la mesure où la banque centrale a déjà épuisé quasiment toutes ses possibilités, vu que les taux d'intérêt à court terme ont été ramenés à des niveaux proches de zéro, le centre de gravité s'est déplacé vers l'instrument budgétaire. Mais il est capital que les interventions des pouvoirs publics soient aussi efficaces que possible, ce qui n'a pas toujours été le cas dans le passé. La détérioration des finances publiques est en effet devenue préoccupante et fait craindre une dérive de la dette difficilement maîtrisable. En outre, un nouveau relâchement budgétaire risquerait d'entraîner*

*une réaction indésirable des ménages, qui, anticipant un assainissement ultérieur, pourraient être portés à augmenter leur épargne.*

*La vigoureuse et persistante expansion de l'économie américaine, qui a encore avoisiné 4 p.c. en 1999, huitième année consécutive de croissance, a sans conteste contribué à réduire l'effet du ralentissement ressenti ailleurs, mais elle a aussi suscité l'apparition d'un certain nombre de germes potentiellement déstabilisateurs, tels qu'une évaluation très optimiste des actions, un taux d'épargne des ménages devenu particulièrement faible, un cours du dollar élevé et un déficit considérable du compte courant extérieur, qui va de pair avec une grande dépendance à l'égard des financements étrangers. Le scénario que les principales institutions internationales considèrent comme le plus probable à court terme est celui d'un « atterrissage en douceur » de l'économie américaine, qui renouerait peu à peu avec une croissance plus modérée. Des chocs imprévus, telles une résurgence de l'inflation ou une désaffection à l'égard des placements en dollar, pourraient néanmoins déboucher sur un ajustement beaucoup plus abrupt, susceptible à son tour de mettre à mal la reprise dans le monde.*

*Les résultats obtenus par les Etats-Unis pendant les années nonante sont cependant exceptionnels à plus d'un titre et tranchent avec la croissance plutôt décevante enregistrée en Europe et, surtout, au Japon. Les raisons de ce contraste peuvent tenir aux facteurs de l'offre comme de la demande : les derniers sont décisifs pour l'évolution conjoncturelle de l'activité, tandis que les premiers, qui concernent la mise en œuvre du travail et du capital et l'efficacité de celle-ci, c'est-à-dire la productivité, déterminent surtout l'augmentation potentielle de la production à plus long terme.*

*La croissance tendanciellement supérieure de l'économie américaine repose largement sur une expansion plus vigoureuse de l'offre de travail. Cette dernière est à son tour liée à une*

démographie plus dynamique, mais aussi, voire davantage, à une meilleure utilisation de la main-d'œuvre disponible, notamment grâce à une plus grande flexibilité du marché de l'emploi, qui a favorisé l'embauche de travailleurs aux niveaux de qualification très divers.

Le constat n'est pas neuf et ne suffit donc pas à expliquer la conjonction remarquable, pendant la seconde moitié de la décennie, d'une accélération de la croissance économique, d'une inflation qui demeure faible et d'une nette régression du chômage. Le mouvement ascendant de la conjoncture avait, en effet, débuté depuis longtemps déjà et on aurait pu s'attendre à un ralentissement des gains de productivité, à l'émergence de tensions sur les prix et, au bout du compte, à la fin de la phase d'expansion. En fait, au cours de ces dernières années, de nouvelles impulsions ont relevé le potentiel de croissance sans inflation de l'économie américaine. S'agit-il d'une rupture de tendance ou de la rencontre temporaire de facteurs favorables ? La question reste débattue. Certains observateurs croient déceler dans l'accélération atypique des gains de productivité les signes d'une « nouvelle économie » : l'introduction de nouvelles techniques de l'information et de la communication et la diffusion de modes de travail plus efficaces qui en résulte auraient permis à la croissance potentielle de se hisser durablement à un niveau plus élevé.

Ces innovations importantes sont notamment à l'origine de la récente vague d'investissements qui a fait reculer pour quelque temps les limites des capacités de production de l'économie américaine. Reste à savoir dans quelle mesure elles se distinguent du flux continu de progrès techniques, fût-il d'intensité variable, qui a dominé l'ensemble du vingtième siècle et si elles annoncent vraiment un relèvement persistant de la croissance. Or les hausses inattendues de la productivité au cours des cinq dernières années ne sont pas seules à avoir entretenu le climat d'expansion aux Etats-Unis. Ainsi, la demande intérieure n'a pas été soutenue uniquement par la hausse

du revenu disponible réel, mais aussi par des effets de richesse, dus à la progression très vive des marchés des actions. Ceux-ci ont été influencés par les attentes optimistes, et souvent purement spéculatives, concernant les profits des entreprises américaines, ainsi que par les entrées de capitaux en quête d'un refuge à la suite de la crise des économies émergentes. De plus, les entreprises ont bénéficié de la sorte de financements relativement peu onéreux. La faiblesse conjoncturelle qui caractérisait le reste du monde jusqu'il y a peu, associée à une baisse des prix des matières premières et à une appréciation du dollar, a en outre permis qu'une part importante de l'expansion de la demande américaine soit satisfaite à des conditions plutôt avantageuses par un recours aux capacités de production largement disponibles à l'étranger. Le corollaire en a été des déficits extérieurs croissants – plus de 3,7 p.c. du PIB en 1999 –, qui ont toutefois été financés aisément grâce à l'afflux massif de capitaux.

De tels facteurs peuvent un temps masquer des signes de surchauffe, mais ne sont assurément pas permanents. L'effet de certains d'entre eux s'est d'ailleurs déjà largement estompé au cours de l'année sous revue. Ainsi, le renchérissement sensible des produits pétroliers, suivi par des augmentations des prix d'autres matières premières, et un léger repli du cours moyen pondéré du dollar ont exercé une pression à la hausse sur les prix à l'importation, puis sur les prix de vente aux premiers stades du processus de production. En outre, une certaine accélération des coûts du travail par unité produite semble s'être dessinée. En réaction aux risques accrus d'inflation, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur à trois reprises depuis juin 1999, soit au total de 75 points de base. Au moment où les rythmes d'expansion des principales zones économiques du monde paraissent converger, la question essentielle est de savoir si les autorités américaines parviendront à orienter l'évolution de la demande intérieure vers une croissance plus équilibrée sans provoquer de troubles graves dans la sphère financière.

*Perspectives de croissance favorables et faibles risques d'inflation pour la zone euro*

Le ralentissement de la croissance qui a été observé presque partout dans la zone euro, surtout durant la seconde moitié de 1998 et au début de 1999, s'est révélé moins grave et de plus courte durée qu'on ne l'avait craint au départ, pour plusieurs raisons. La chute de la demande extérieure, qui était à l'origine de l'affaiblissement, a été partiellement compensée par des exportations directes ou indirectes vers les Etats-Unis, où, contrairement aux prévisions, les débouchés sont restés dynamiques. Dans le contexte d'une inflation déjà bénigne et toujours orientée à la baisse, l'assouplissement de la politique monétaire décidé à la fin de 1998 et en avril 1999 a, en outre, aidé à asseoir la confiance, et donc à soutenir la demande intérieure, notamment dans les pays où se profilait la menace d'une spirale déflationniste. Enfin, le rythme plus lent de la croissance n'a pas freiné notablement la création d'emplois, ce qui explique en partie pourquoi le moral des consommateurs a été peu affecté. Dans les secteurs qui produisent essentiellement pour le marché intérieur, comme la construction et les services, l'activité s'est dès lors maintenue à un rythme satisfaisant. En revanche, pendant les premiers mois de 1999, la croissance a été entravée, un peu artificiellement, par le retour à la normale des stocks de produits finis qui avaient été accumulés, de façon largement involontaire, durant la seconde moitié de 1998. Ce cycle des stocks explique environ les deux tiers de la baisse de la croissance annuelle moyenne du PIB dans la zone euro, qui serait revenue de 2,8 p.c. en 1998 à 2,1 p.c., en 1999, selon les estimations.

Des indices de plus en plus nombreux sont toutefois venus étayer l'hypothèse que ce dernier chiffre, emprunté aux prévisions d'automne de l'OCDE, sous-estime quelque peu la réalité. A partir du début de l'été, les perspectives de croissance de la zone euro se sont en effet

sensiblement améliorées. Ce mouvement s'est amorcé avec le retournement, déjà mentionné, de l'environnement extérieur, dont les effets ont été confortés par le raffermissement de la position concurrentielle des entreprises, à la suite de la baisse du cours de change effectif de l'euro. Un rapide rebond de l'activité s'en est suivi, caractérisé par une production industrielle à nouveau en hausse, la reconstitution des stocks, notamment en prévision du passage à l'an 2000, et un net regain de la confiance des entrepreneurs.

Les créations d'emplois semblent, quant à elles, n'avoir été touchées que tardivement et modestement par le récent ralentissement conjoncturel et pourraient, malgré la hausse moyenne plus faible du PIB, avoir atteint environ 1,5 p.c. en 1999. La tendance à une croissance plus intensive en emplois qui s'est esquissée ces dernières années a de multiples causes. Grâce à la modération salariale généralisée, une meilleure correspondance entre l'évolution des coûts salariaux réels et celle de la productivité a contenu la substitution du capital au travail. La progression de l'emploi a, en outre, été soutenue par des politiques plus actives, ainsi que par le glissement structurel vers les services, généralement plus intensifs en main-d'œuvre. Etant donné les grandes différences de taux de chômage selon les régions et les niveaux de qualification, et la persistance d'un large chômage structurel dans la zone euro, de nouveaux efforts destinés à améliorer le fonctionnement du marché du travail sont toutefois indispensables. Comme le montre l'expérience des Etats-Unis, mais aussi celle de certains pays de l'Union européenne, les chances d'enregistrer une longue phase de croissance non inflationniste s'en trouveraient sensiblement renforcées.

A l'instar d'autres régions industrialisées, la zone euro a été soumise à une forte hausse des prix du pétrole, dont l'effet sur l'évolution des prix à la consommation est cependant resté limité en 1999, d'autant plus que l'extrême faiblesse des

cours du pétrole à la fin de 1998 avait été perçue comme exceptionnelle. L'accélération au cours de l'année sous revue a constitué d'abord une correction des prix vers le niveau qui est considéré comme normal depuis le contre-choc pétrolier de 1986. Par ailleurs, la détérioration des termes de l'échange provoquée par le renchérissement du pétrole a été mesurée, car les pays industrialisés sont devenus beaucoup moins dépendants des importations de cette matière première. Selon l'OCDE, la consommation de pétrole par unité produite aurait, en moyenne, reculé de quelque 40 p.c. depuis le premier choc pétrolier des années septante.

En dépit de cette pression externe sur les prix, encore amplifiée par la dépréciation de l'euro, l'inflation sous-jacente dans la zone euro est demeurée très modeste et stable l'année passée, aux alentours de 1 p.c. Le renchérissement des produits énergétiques et des importations ne s'est guère répercuté sur les prix des biens de consommation, hors énergie, tandis que le rythme d'accroissement des prix des services a été orienté à la baisse, ce qui est notamment attribuable aux effets positifs de la déréglementation et de la libéralisation du secteur des services d'utilité publique.

Sauf évolutions externes défavorables, la zone euro paraît réunir les conditions d'une expansion soutenue, de l'ordre de 3 p.c. l'an, dans les prochaines années. Malgré la récente hausse des taux d'intérêt, la situation financière – y compris la rentabilité des entreprises – demeure favorable aux investissements, tandis que la croissance continue de l'emploi devrait contribuer à maintenir la confiance des consommateurs à un niveau élevé et stimuler la consommation privée. Selon les projections disponibles à la fin de 1999, le rythme de la hausse des prix à la consommation s'accélérait encore légèrement au premier semestre de l'an 2000, mais, en moyenne pour l'année, il resterait néanmoins sous le seuil de 2 p.c., limite supérieure de la définition donnée à la stabilité des prix par la Banque centrale européenne. Des risques sont

toutefois associés à ces prévisions, notamment en ce qui concerne les résultats des prochaines négociations salariales dans certains pays et l'ampleur des effets secondaires de la hausse des cours du pétrole. La prudence reste donc de mise.

Un élargissement des écarts de croissance et d'inflation entre les Etats membres de la zone euro a également été source de quelque préoccupation l'année dernière. Afin d'apprécier correctement de telles divergences et d'apporter une réponse adéquate, on ne peut ignorer la diversité des causes qui y président.

Ces différences peuvent tenir à la phase de rattrapage en cours dans certains Etats membres. Les pays dont les niveaux de productivité sont relativement faibles présentent généralement une hausse plus rapide de la productivité du travail et donc aussi un plus grand potentiel de croissance que les économies plus avancées. Les écarts d'évolution économique qui en découlent n'ont rien d'inquiétant en tant que tels, puisqu'ils sont avant tout la manifestation d'un processus de convergence. Les conditions monétaires relativement souples dont les pays concernés bénéficient actuellement, grâce à l'union monétaire, de même que l'accès à un vaste marché des capitaux intégré, leur procurent un soutien supplémentaire, mais les contraignent également à faire preuve de plus de vigilance à l'égard de tensions inflationnistes latentes. Ces Etats doivent donc maintenir un dosage adéquat des politiques, axé sur la stabilité, et procéder rapidement à des réformes structurelles en vue de marchés plus efficaces des biens et des services et d'un meilleur fonctionnement du marché du travail.

Les autres pays de la zone euro doivent, eux aussi, encore progresser dans ce domaine, afin d'être plus résistants aux évolutions extérieures défavorables ou aux chocs asymétriques. Des différences structurelles régionales et sectorielles existent inévitablement dans l'union monétaire, comme à l'intérieur de chaque pays.

Elles peuvent expliquer des écarts dans les réactions à certains chocs. De tels facteurs ont, par exemple, affaibli il y a peu la croissance en Allemagne et en Italie. En raison de leurs relations commerciales directes avec certaines économies touchées par la crise ou de leur plus grande spécialisation dans la production et l'exportation de biens d'investissement et de produits intermédiaires, ces pays ont davantage souffert que d'autres du récent ralentissement du commerce mondial. Grâce à une flexibilité suffisante des marchés des produits et du travail et à une politique budgétaire appropriée, chaque Etat membre devrait disposer des moyens nécessaires pour affronter de telles situations. La croissance supérieure à la moyenne et la forte régression du chômage obtenues l'an dernier par ceux qui avaient déjà bien progressé dans cette direction prouvent qu'une telle politique porte des fruits.

### ***En Belgique, croissance de l'activité et de l'emploi, signe du dynamisme accru de l'économie***

La conjoncture en Belgique est généralement proche de celle de la zone euro dans son ensemble et, selon les enquêtes de conjoncture de la Banque, elle tend même, les dernières années, à la devancer quelque peu. Cette image a aussi prévalu en 1999, bien qu'elle ait été temporairement troublée par le choc dû à la contamination par la dioxine d'une partie de la chaîne alimentaire. Dès le début de l'année, le rythme d'expansion de l'activité s'est en effet rapproché de celui, rapide, qui avait prédominé jusqu'au commencement de 1998. La croissance annuelle moyenne du PIB s'est établie à 2,3 p.c., soit près d'un demi-point de pourcentage de moins qu'en 1998, mais ce recul, comme ailleurs dans la zone euro, a reflété la position affaiblie à l'entame de 1999 plutôt que l'évolution réelle de la conjoncture par la suite. Si la crise de la

dioxine n'avait pas pesé pendant une courte période, en été, sur les exportations et la confiance des consommateurs, l'économie belge aurait même affiché de meilleurs résultats. La perte de valeur ajoutée entraînée par cette crise est en effet estimée à environ un quart de point de pourcentage du PIB. Elle a cependant été plus faible qu'on ne l'avait initialement redouté. L'ampleur limitée des coûts et la brièveté des répercussions de ce « choc asymétrique » peuvent incontestablement être mises au crédit de l'union monétaire. Sans l'euro, le cours de change et les taux d'intérêt auraient probablement été placés sous pression et les conséquences auraient été perceptibles bien au-delà des secteurs directement touchés.

Indépendamment de ce contretemps, les entreprises belges ont senti, dès le début de l'année, et plus tôt qu'ailleurs dans la zone euro, une nette inflexion de la demande étrangère. En raison de la persistance, pendant un temps, de l'atonie des dépenses intérieures chez certains des principaux partenaires commerciaux, surtout l'Allemagne et l'Italie, il a cependant fallu attendre l'été avant d'observer une réelle reprise des exportations totales. A partir de ce moment, les ventes à l'étranger ont progressé rapidement. En moyenne, la croissance du volume des exportations aurait atteint près de 3 p.c. en 1999, soit un ralentissement d'environ 1,3 point de pourcentage par rapport à l'année précédente. Le retournement de l'évolution des stocks, qui s'étaient fortement accrus en 1998 à la suite du fléchissement inattendu de la demande émanant de l'étranger, a grevé sensiblement la croissance pendant l'année sous revue.

Si l'on exclut l'incidence de ces facteurs largement exogènes, les dépenses des agents économiques belges sont restées globalement fermes. Le taux élevé d'utilisation des capacités de production et l'amélioration des prévisions de la demande ont poussé les firmes à investir. En hausse de presque 8 p.c. en volume, la formation brute de capital fixe par les entreprises, particulièrement importante dans les services, a par

conséquent été le principal moteur de l'activité. Les investissements en logements auraient, en revanche, à peine progressé, ce qui semble surtout imputable à la disparition de certaines incitations fiscales et à la hausse des coûts de la construction.

La croissance de la consommation privée, qui avait atteint le niveau exceptionnellement élevé de 3,8 p.c. l'année précédente, s'est ralentie en 1999, pour revenir à 2 p.c. Elle n'en a pas moins dépassé l'augmentation de 1,5 p.c. du revenu réel disponible des ménages. La confiance des particuliers a donc été suffisante pour que ceux-ci réduisent une nouvelle fois leur taux d'épargne. Cette confiance qui perdure montre que les ménages sont moins inquiets quant à l'évolution future de leur pouvoir d'achat. La politique orientée sur la stabilité macroéconomique, qui a conduit à l'intégration de la Belgique dans l'union monétaire, ainsi que les efforts qui ont été réalisés afin d'accroître le contenu en emplois de la croissance, y ont sans doute grandement contribué.

Les évolutions récentes sur le marché du travail témoignent de l'efficacité de la politique de l'emploi plus active qui a été menée les dernières années. La combinaison du maintien de la modération salariale, de la limitation des coûts indirects du travail, de l'activation des allocations de chômage et de l'assouplissement des conditions de travail semble en effet fructueuse, en particulier en termes d'intensité en emplois de la croissance économique. L'emploi a bien résisté, malgré la hausse plus faible, en moyenne, du PIB, et le volume de travail dans les entreprises – mesuré par le nombre total d'heures prestées par les salariés – se serait accru de quelque 1,1 p.c. en 1999. Grâce à l'extension du travail à temps partiel, que la politique d'activation des allocations de chômage a d'ailleurs aussi favorisée, la hausse du nombre de personnes occupées dans les entreprises a même été plus marquée et a atteint 1,6 p.c., soit un des accroissements les plus élevés depuis le début des années quatre-vingt. Il y a peu d'an-

nées encore, en effet, l'on envisageait à peine une stabilisation de l'emploi lorsque la croissance atteignait environ 2 p.c. A la suite de ces développements, les chiffres du chômage ont de nouveau reculé. A la fin de 1999, le taux de chômage harmonisé était de 8,7 p.c., en retrait d'un demi-point de pourcentage par rapport à l'année précédente.

Malgré ces légères tensions sur le marché du travail, qui se manifestent surtout dans certains secteurs, dans certaines régions ou pour des catégories professionnelles spécifiques, et le retour de l'économie à un rythme proche de sa croissance potentielle, peu de signes de pressions inflationnistes émanant des salaires sont apparus jusqu'à présent. La hausse des coûts salariaux nominaux par équivalent temps plein aurait ainsi progressé de quelque 2,2 p.c. en 1999, comme l'année précédente. La modération qui, conformément à la norme salariale, a présidé à la conclusion de conventions collectives, l'effet d'atténuation exercé par l'indexation, qui exclut en grande partie l'incidence des récentes hausses des cours du pétrole, et l'abaissement des cotisations patronales de sécurité sociale ont joué un rôle à cet égard. Compte tenu des gains de productivité, qui sont estimés à quelque 1,9 p.c., les coûts du travail par unité produite n'auraient progressé que d'environ 0,3 p.c., c'est-à-dire le même rythme qu'en 1998.

Sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé, l'inflation s'est établie à 1,1 p.c. en moyenne au cours de l'année sous revue, soit un résultat à peine supérieur à celui de 0,9 p.c. qui avait été observé en 1998. En raison du renchérissement de l'énergie, une accélération s'est certes produite au second semestre, qui a porté la hausse des prix à la consommation à 2,1 p.c. en décembre, mais l'inflation sous-jacente, qui peut mieux être évaluée une fois exclues les variations des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés, a été orientée à la baisse jusque tard dans l'année, avant de remonter à environ 1,3 p.c.

Tous les pronostics disponibles indiquent que l'économie belge restera dynamique dans les prochaines années. Le regain en cours repose en effet sur une large assise. Pour autant que la demande extérieure progresse encore, comme le laissent augurer les prévisions, l'essor des ventes à l'étranger devrait se poursuivre, grâce notamment à l'évolution favorable des coûts relatifs, et les exportations nettes fourniront de nouveau,

en 2000, une contribution positive à la croissance du PIB. Dans un climat de confiance élevée des consommateurs et des chefs d'entreprise, les diverses composantes des dépenses intérieures devraient également rester fermes. La croissance du PIB, qui pourrait dépasser 3 p.c. en volume, serait supérieure à son rythme tendanciel, ce qui provoquerait un nouveau rétrécissement de l'écart de production et une progression durable de l'emploi.

## **L'EURO ET LA POLITIQUE MONETAIRE DE L'EUROSYSTEME**

L'adoption de l'euro par onze Etats membres de l'Union européenne a été un événement majeur et une étape cruciale dans la construction européenne. Il serait prématuré de faire un bilan de la monnaie unique au terme de sa première année d'existence. Certains avantages ne se manifesteront que progressivement : les effets de l'approfondissement du marché intérieur, par l'élimination du risque de change, la réduction des coûts de transaction et la transparence accrue des prix, seront graduels et se renforceront à partir de 2002, quand les monnaies nationales auront complètement disparu. D'autres ne pourront être concrètement appréciés qu'après un certain temps. Ainsi, par définition, c'est seulement dans quelques années que chacun pourra constater que l'Eurosystème, c'est-à-dire l'ensemble formé par la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro, a bien rempli sa mission de maintien de la stabilité des prix. Il est aussi trop tôt pour évaluer les effets d'entraînement que la monnaie unique exercera sur l'intégration européenne dans d'autres domaines et son influence sur le système monétaire international.

Toutefois, les premiers pas de l'euro peuvent d'ores et déjà être qualifiés de prometteurs. Les efforts de convergence accomplis ont été tels

que l'Eurosystème a repris les rênes de la politique monétaire dans un environnement de stabilité des prix. L'Eurosystème a joui d'emblée d'un haut degré de crédibilité, qui tient sans doute, avant tout, aux garanties inscrites dans le traité instituant la Communauté européenne – indépendance et primauté de l'objectif de stabilité des prix –, au cadre stratégique choisi pour l'exercice de la politique monétaire et à l'adhésion sans réserve des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE à un point de vue européen. En raison de la confiance largement répandue dans le maintien de la valeur interne de l'euro et à la suite des assainissements budgétaires réalisés au cours des dernières années, les taux d'intérêt réels à long terme, qui ont certes remonté sous l'effet de meilleures perspectives économiques dans la zone euro et dans le reste du monde, sont demeurés nettement inférieurs à ceux qui avaient prévalu de 1980 à 1996. Sur le plan opérationnel, grâce à une préparation minutieuse, le lancement de la nouvelle monnaie a été une réussite. L'intégration des marchés financiers progresse et l'euro apparaît déjà comme une monnaie internationale de premier plan.

La stratégie de la politique monétaire a fait montre de son adéquation au nouveau contexte.

Elle a permis à l'Eurosystème d'hériter de la réputation des banques centrales ayant obtenu les meilleurs résultats en termes de stabilité des prix, tout en tenant compte des incertitudes nées du changement de régime monétaire.

Pour guider son action et donner au public les moyens de la juger, le Conseil des gouverneurs de la BCE a d'abord précisé l'objectif primordial de sa politique. La stabilité des prix est définie comme une progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé inférieure à 2 p.c. l'an dans la zone euro. Elle doit être considérée à moyen terme. L'Eurosystème est également soucieux d'éviter la déflation que de prévenir l'inflation. Aussi, il admet une légère hausse de l'indice, qui dépasse sans doute la seule surestimation de la progression réelle des prix par cette statistique, due par exemple à l'amélioration de la qualité des produits ou aux changements des habitudes de consommation suscités par les variations de prix relatifs. Les deux modifications des taux d'intérêt survenues en 1999 sont l'illustration de ce double souci : le 8 avril, une réduction du taux des opérations principales de refinancement, de 3 à 2,5 p.c., a été décidée en vue de contrer les risques à la baisse pesant sur l'activité et, par conséquent, sur les prix, et, le 4 novembre, ce taux a été relevé à son niveau initial parce que cette menace avait disparu et avait peu à peu fait place à des risques opposés pour la stabilité des prix.

Assurément, l'Eurosystème ne peut être tenu responsable de variations temporaires des prix résultant de chocs, tels que le renchérissement des produits énergétiques qui a été observé en 1999. Mais il ne peut les ignorer dans la formulation de sa politique si ces chocs compromettent la stabilité des prix à moyen terme. En effet, étant donné les longs délais de transmission des impulsions de politique monétaire, l'action de l'Eurosystème doit être prospective, même si elle peut être graduelle. Elle se fonde sur les deux piliers de la stratégie adoptée par le Conseil des gouverneurs, à savoir un rôle essentiel assigné à la monnaie, qui est souligné par

l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat monétaire large M3, et une appréciation, reposant sur une vaste gamme d'indicateurs, des perspectives d'évolution des prix dans la zone euro.

Le recours à une valeur de référence pour la progression de M3 traduit une certaine continuité par rapport à la pratique de la banque centrale allemande et met en exergue la responsabilité de l'Eurosystème en ce qui concerne l'alimentation monétaire d'éventuelles dérives des prix. Ce choix est justifié par l'existence d'une relation à moyen terme assez stable, dans le passé, entre cet agrégat monétaire et les prix dans la zone euro. La valeur de référence a été fixée au taux annuel de 4<sup>1/2</sup> p.c. en décembre 1998. Ce chiffre a été conservé un an plus tard, car les composantes de son calcul n'ont pas varié : la définition de la stabilité des prix n'a pas changé et les estimations relatives à la croissance potentielle de l'activité et à la baisse tendancielle de la vitesse de circulation de M3 sont demeurées de l'ordre de 2 à 2<sup>1/2</sup> p.c. et de 1/2 à 1 p.c. respectivement. Il s'agit bien d'une valeur de référence et non d'un objectif intermédiaire de la politique monétaire. En effet, la demande de monnaie peut fluctuer à court terme sans dommage pour la stabilité des prix, tandis que l'incidence du changement de régime monétaire est incertaine. De plus, l'Eurosystème n'exerce pas un contrôle direct sur l'évolution de M3.

La politique de taux d'intérêt n'est donc pas déterminée mécaniquement par les écarts entre la croissance de M3 et la valeur de référence. Ceux-ci sont d'abord analysés et évalués, en parallèle avec l'appréciation globale des risques pesant sur la stabilité des prix. Ainsi, le dépassement enregistré au cours des premiers mois de 1999 n'a pas empêché la baisse des taux d'intérêt du 8 avril, car, encore limité, il pouvait être lié à l'effet temporaire du passage à la monnaie unique. En revanche, la constatation d'une divergence croissante entre la progression de l'agrégat et la valeur de référence, accompagnée d'une vive expansion tant du crédit que des

*composantes les plus liquides de M3, a été l'une des raisons de la hausse des taux d'intérêt du 4 novembre.*

*L'appréciation globale des perspectives d'évolution des prix dans la zone euro s'appuie sur de nombreux autres signes précurseurs, tels les indices de prix ou de valeur unitaire en amont des prix à la consommation, les cours de change, les indicateurs conjoncturels, les données relatives à l'évolution des coûts salariaux et aux finances publiques. Le Conseil des gouverneurs prend aussi en considération l'information sur les anticipations inflationnistes extraite de variables financières – comme les taux d'intérêt à long terme –, sachant que celle-ci peut être perturbée par le manque de liquidité de certains marchés, des réactions excessives et, plus généralement, la variabilité des primes de risque. En 1999, le Conseil a conclu successivement à l'existence de risques à la baisse et à la hausse pesant sur la stabilité des prix. Les premiers provenaient de la faiblesse conjoncturelle persistante, alors que l'indice des prix à la consommation harmonisé n'augmentait que très modérément et que les prix de vente industriels baissaient. L'assouplissement de la politique de taux d'intérêt y a répondu et a concouru à la restauration de la confiance des chefs d'entreprise. Par la suite, le renchérissement des importations, sous l'effet du rebond des prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro, et l'amélioration du climat conjoncturel ont fait apparaître des risques opposés. Il importait alors de rendre la politique monétaire moins expansionniste, afin d'éviter que des conditions de liquidité trop généreuses ne conduisent à des pressions à la hausse sur les prix.*

*Pour la conduite de la politique monétaire de l'Eurosystème, s'en remettre à une règle simple n'aurait pas été approprié, car à la complexité des économies de marché développées s'ajoute la nouveauté de la situation. L'orientation à moyen terme de cette politique écarte un activisme qui ne ferait qu'accroître l'incertitude. Par ailleurs, les motivations du Conseil des*

*gouverneurs de la BCE sont exposées au moyen de publications, de discours et de conférences de presse mensuelles.*

*De plus, l'objectif final est parfaitement clair. Le traité prévoit que l'Eurosystème apporte aussi son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer notamment à promouvoir la croissance, l'emploi et la cohésion économique et sociale, mais sans préjudice de la stabilité des prix. C'est en créant un environnement de stabilité que l'Eurosystème favorisera le mieux la croissance et l'emploi et permettra aux autres politiques de dérouler pleinement leurs effets. Les actions nécessaires à la poursuite de l'objectif primordial n'en pourront pas moins concourir, à plus court terme, à la stabilisation de l'activité, puisque les pressions sur les prix sont souvent liées aux fluctuations conjoncturelles. La baisse des taux d'intérêt décidée en avril en est un exemple. Dans l'ensemble, les conditions monétaires ont été particulièrement favorables à l'expansion économique l'année passée. D'une part, les taux d'intérêt réels à court terme ont été très bas dans une perspective historique. D'autre part, l'euro s'est déprécié, principalement sous l'effet du décalage cyclique vis-à-vis des Etats-Unis, puis en raison du regain de confiance dans l'économie japonaise. Ces adjuvants sont de nature temporaire – le cours de l'euro, en particulier, devrait se redresser à mesure du raffermissement de la croissance européenne – et le Conseil des gouverneurs de la BCE estimait qu'ils ne mettaient pas en danger la stabilité des prix à moyen terme.*

*L'uniformité parfaite, au sein de la zone euro, des taux de variation des indices des prix à la consommation harmonisés n'en est pas pour autant requise. Les écarts d'inflation entre pays ne posent guère de problème s'ils sont dus à la convergence vers un niveau commun de prix, sous l'effet de l'intégration des marchés et du rapprochement des productivités et des niveaux de vie, ou encore s'ils reflètent le mouvement des prix relatifs entre produits, dont les poids dans les divers indices ne sont pas identiques*

en raison des habitudes de consommation. Dans d'autres cas, des actions correctrices seraient nécessaires. Ainsi, la politique budgétaire devrait être plus restrictive dans les pays où la vigueur de la conjoncture provoque des tensions inflationnistes. En ce qui concerne la Belgique, la situation en matière d'activité et de prix a été très proche de la moyenne de la zone euro en 1999.

L'évaluation des conditions économiques et monétaires dans l'ensemble de la zone, qui oriente la politique monétaire unique, repose néanmoins sur une connaissance approfondie de toutes les spécificités. Les banques centrales nationales ont mis leur compétence en la matière au service de l'Eurosystème. En même temps, elles ont dépassé les préoccupations d'ordre intérieur pour considérer la zone euro dans son ensemble et accorder leurs raisonnements à la réalité d'une grande économie beaucoup moins ouverte que celles qui la composent. La plupart d'entre elles ont dû assimiler le modèle d'une politique fondée sur l'analyse des évolutions monétaires et des perspectives de prix, en lieu et place d'une recherche de la stabilité du cours de change, car, pour l'Eurosystème, celui-ci n'a pas le statut d'objectif de la politique monétaire mais fait seulement partie des indicateurs pris en considération dans l'appréciation des risques pesant sur la stabilité des prix. A tous ces égards, l'expérience de la première année de fonctionnement de l'Eurosystème est positive et l'apprentissage a été rapide.

Les banques centrales nationales participent activement aussi à l'exécution de la politique monétaire. Les établissements de crédit détiennent des comptes auprès de la banque centrale de leur pays et s'adressent à elle pour obtenir des liquidités, le cas échéant en présentant en garantie des titres émis et déposés dans d'autres pays. Ce mode d'organisation ne nuit en rien à l'unicité de la politique monétaire, étant donné que la centralisation absolue des décisions garantit l'uniformité des conditions offertes aux établissements de crédit, et que ceux-ci peuvent réaliser les arbitrages qui égalisent les

taux d'intérêt à court terme dans la zone euro grâce au système de paiements TARGET. Ce dernier joue ainsi un rôle déterminant dans l'intégration du marché monétaire, tout en contribuant à réduire le risque systémique, puisqu'il assure la liquidation définitive, immédiate et sûre des ordres de paiement.

Le cadre opérationnel que l'Eurosystème a mis en place lui a donné les moyens de piloter efficacement les taux d'intérêt à court terme en 1999, et les opérateurs du marché monétaire se sont rapidement adaptés. L'essentiel de la liquidité a été octroyé au travers des opérations principales de refinancement, c'est-à-dire des adjudications hebdomadaires de crédits à deux semaines organisées à l'échelle de la zone euro. La procédure des appels d'offres à taux fixe a été retenue parce qu'il était important, au cours de cette première année, d'envoyer les signaux les plus clairs quant à la politique de taux d'intérêt. Les dispositions relatives au calcul des réserves obligatoires en moyenne sur des périodes d'un mois ont été exploitées par les établissements de crédit, qui ont laissé leurs avoirs en comptes courants absorber les fluctuations de très court terme de la liquidité. Par conséquent, hormis les derniers jours des périodes de constitution des réserves, aussi bien le recours aux facilités permanentes de prêt marginal et de dépôt que la volatilité du taux d'intérêt au jour le jour ont été faibles. Ce dernier est demeuré très proche du taux des opérations principales de refinancement. En outre, l'Eurosystème n'a procédé à aucune opération de réglage fin de la liquidité du marché monétaire au cours de l'année sous revue. Une prime de risque de crédit et de liquidité est apparue temporairement dans les taux d'intérêt des dépôts interbancaires en raison de l'éventualité de problèmes informatiques au moment du passage à l'an 2000. Mais, en fin de compte, celui-ci s'est opéré sans heurt.

Si le marché des dépôts interbancaires est tout à fait unifié, notamment grâce au système de paiements TARGET, l'intégration des autres

segments des marchés financiers, comme ceux où se traitent les cessions-rétrocessions, les obligations et les actions, est encore incomplète et parfois gênée par des différences réglementaires et fiscales, alors qu'elle pourrait favoriser une allocation plus efficace des ressources. Elle a néanmoins déjà progressé sous l'effet de l'introduction de l'euro, comme le montrent par exemple la conversion en euro de la plupart des titres de la dette publique et la diversification des portefeuilles obligataires, l'essor des émissions d'obligations par les entreprises, les liens établis entre dépositaires de titres et la création de plates-formes de négociation communes. Par ailleurs, l'Eurosystème entend encourager les initiatives qui amélioreront l'efficacité des systèmes de paiements transfrontaliers de petits montants dans la zone euro.

Le perfectionnement des marchés financiers et l'internationalisation de l'euro se renforceront mutuellement. En effet, parmi les multiples facteurs qui influenceront la seconde figurent la taille et la liquidité des marchés financiers de la zone euro, que l'usage plus répandu de la nouvelle monnaie par les prêteurs et les emprunteurs non résidents accroîtra à son tour. L'euro est déjà la deuxième monnaie internationale d'émission, de placement, de réserve et d'ancrage. Au cours des neuf premiers mois de 1999, les émissions d'obligations libellées en euro sur les marchés internationaux

ont presque atteint l'ampleur des émissions en dollar des Etats-Unis et leur part a nettement dépassé celle qu'occupaient généralement les monnaies que l'euro a remplacées. La monnaie européenne vient même en tête des émissions nettes dans une devise autre que celle de l'emprunteur. Par ailleurs, certaines banques centrales d'Asie ont annoncé une diversification de leurs réserves de change en faveur de l'euro et nombre de pays d'Europe et d'Afrique ont lié leur monnaie à celui-ci.

L'introduction de l'euro donne aussi une impulsion nouvelle à bien d'autres chantiers. Le passage à la monnaie unique est une réforme structurelle d'envergure, qui avivera la pression concurrentielle dans le marché unique, au bénéfice du dynamisme économique. Par la réforme des marchés du travail et des produits, chaque pays pourra tirer les meilleurs profits de son insertion dans la zone euro, augmenter son potentiel de croissance et résorber le chômage.

Enfin, la préparation de deux temps forts a commencé : la mise en circulation, le 1<sup>er</sup> janvier 2002, des billets et pièces en euro, qui rendra plus tangible à quelque 300 millions de citoyens l'appartenance à une communauté, et l'élargissement progressif de l'Union européenne, qui conduira par la suite un plus grand nombre de pays à adopter l'euro.

## ***POLITIQUE BUDGETAIRE***

L'union monétaire européenne a créé un nouveau cadre pour la politique budgétaire, même si celle-ci reste, contrairement à la politique monétaire, une compétence nationale. Les lignes de force en sont définies dans le pacte de stabilité et de croissance, par lequel les Etats membres de l'Union européenne se sont engagés à viser, à moyen terme, une position budgétaire proche

de l'équilibre ou en excédent, afin d'obtenir la latitude nécessaire pour laisser agir les stabilisateurs automatiques en fonction des évolutions conjoncturelles, sans qu'il n'en résulte des déficits excessifs, dépassant 3 p.c. du PIB.

Les situations budgétaires doivent donc renfermer une marge suffisante pour résister aux

*fluctuations cycliques normales. Ces indispensables volants de sécurité peuvent varier d'un pays à l'autre en fonction de la sensibilité particulière des économies et des finances publiques aux mouvements conjoncturels. Pour se prémunir réellement contre les déficits excessifs, d'autres facteurs, plus structurels, entrent également en considération. Ainsi le vieillissement de la population fera normalement peser, dans les prochaines décennies, une charge additionnelle sur les finances publiques de la plupart des pays de l'Union européenne. Si cette pression n'est pas absorbée par d'autres voies, par exemple par des réformes des systèmes de retraites, des marges supplémentaires devront être ménagées. De la même manière, les Etats qui affichent un taux d'endettement élevé doivent tenir compte de la plus grande vulnérabilité de leurs budgets aux variations des taux d'intérêt.*

*A mesure des progrès vers des positions budgétaires plus tenables, la politique en matière de finances publiques devra aussi mettre davantage l'accent sur les glissements structurels qui sont nécessaires dans les dépenses et les recettes, afin de mieux promouvoir la croissance et l'emploi. A cet égard, les grandes orientations des politiques économiques de l'Union européenne plaident pour un ralentissement de la croissance des dépenses, qui autoriserait des réductions des charges collectives, et pour des réorientations en faveur des investissements en capital physique et humain. Une plus grande efficacité des systèmes fiscaux s'impose en outre, tandis que les régimes de pensions et les soins de santé devront être réexaminés, en vue d'atténuer l'incidence, à moyen terme, du vieillissement de la population.*

*La politique budgétaire de la Belgique a été dominée au cours des dernières années par l'assainissement que rendaient indispensable, dans un premier temps, les critères d'adhésion à la monnaie unique et, ensuite, les engagements pris dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance. Les résultats des efforts con-*

*sentis se comparent favorablement à ceux des partenaires européens. Le déficit et la dette des pouvoirs publics étaient revenus à 1,0 et 117,4 p.c. du PIB en 1998, la dernière année avant l'entrée dans l'union monétaire, soit des niveaux inférieurs respectivement de 7 et plus de 18 points de pourcentage aux sommets enregistrés, pour l'un, en 1992 et, pour l'autre, en 1993.*

*En 1999, le déficit budgétaire s'est établi à 0,9 p.c. du PIB. Il a été inférieur non seulement à la moyenne de 1,6 p.c. enregistrée dans la zone euro mais aussi à l'objectif de 1,3 p.c. fixé dans le programme de stabilité présenté par la Belgique en décembre 1998.*

*Le surplus primaire s'est, pour sa part, élevé à 6,3 p.c. du PIB en 1999, un niveau largement conforme à l'objectif d'environ 6 p.c. formulé dans le programme de stabilité. Il a toutefois diminué de quelque 0,3 point de pourcentage par rapport à l'année précédente. Comme la conjoncture a été quasiment neutre pour les finances publiques, cette détérioration est essentiellement imputable à des facteurs discrectionnaires ou à effet unique, plus particulièrement aux débours supplémentaires occasionnés par la crise de la dioxine et à l'abaissement des cotisations patronales de sécurité sociale. Le recul de l'excédent primaire a cependant été plus que compensé par la décrue des charges d'intérêts, qui a résulté à la fois d'une nouvelle contraction du ratio de la dette – revenu de 117,4 p.c. du PIB en 1998 à 115 p.c. en 1999 – et de la poursuite de la baisse du taux d'intérêt implicite moyen de la dette publique. Par solde, le déficit total s'est de nouveau légèrement amélioré et a diminué de 0,1 p.c. du PIB.*

*Une ventilation entre les différents niveaux de pouvoir montre que le repli de l'excédent primaire concerne en premier lieu le pouvoir fédéral. Ce mouvement s'explique principalement par la contraction, de 0,5 p.c. du PIB, des recettes fiscales revenant à l'Etat, après affectation des*

*impôts perçus par celui-ci aux communautés et régions et à la sécurité sociale, et compte tenu du supplément unique de dépenses, à concurrence de quelque 0,2 p.c. du PIB, lié à la crise de la dioxine. A la suite de la diminution des charges d'intérêts, le besoin de financement total du pouvoir fédéral est cependant resté quasiment inchangé. Comme l'excédent primaire de la sécurité sociale a légèrement augmenté, le solde primaire global de l'entité I, c'est-à-dire le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, a baissé d'environ 0,3 point de pourcentage. La norme fixée par le programme de stabilité, qui prévoyait le maintien de ce solde en pourcentage du PIB, n'a donc pas été respectée. En revanche, le surplus primaire des régions et communautés a crû de 0,3 point de pourcentage, pour atteindre 0,8 p.c. du PIB, tandis que celui des pouvoirs locaux s'est réduit dans la même mesure et est revenu à 0,3 p.c. du PIB.*

*Les moyens octroyés aux communautés et régions au cours de la décennie écoulée en vertu de la loi de financement se sont accrus, en termes réels, de près de 4 p.c. en moyenne par an. De la sorte, ces niveaux de pouvoir ont pu augmenter sensiblement leurs dépenses, qui ont progressé de quelque 2,5 p.c. par an en termes réels, contre seulement 1,5 p.c. pour les autres administrations publiques, et réduire dans le même temps leur besoin de financement total, jusqu'à le transformer, récemment, en excédent. Même si de nouvelles compétences leur ont été confiées au fil des années, les dispositions provisoires de la loi de financement ont sans nul doute facilité leur consolidation budgétaire. A présent que la phase définitive de cette loi entre en vigueur, une inflexion se produira dans la progression des recettes des communautés et régions, qui sera même en retrait de celle du revenu national. Dans ce contexte restrictif, et vu l'indispensable maintien d'une discipline budgétaire suffisante dans les prochaines années, il faut que les différents niveaux de pouvoir restent mobilisés par les objectifs définis dans le programme de stabilité actualisé et que leurs responsabilités*

*respectives en la matière soient clairement précisées.*

*Le nouvel accord de coopération relatif aux objectifs budgétaires pour la période allant de 2000 à 2002, qui a été conclu entre l'Etat fédéral et les communautés et régions à la fin de novembre 1999, ouvre d'heureuses perspectives à cet égard. Il prévoit en effet plusieurs procédures qui, si elles sont appliquées de manière adéquate et cohérente, sont susceptibles d'en faire un véritable pacte de stabilité propre à la Belgique.*

*Le gouvernement s'est engagé, dans le nouveau programme de stabilité, à maintenir le surplus primaire de l'ensemble des pouvoirs publics à environ 6 p.c. du PIB les prochaines années et, de surcroît, à atteindre l'équilibre budgétaire d'ici 2002. Par la suite, un excédent structurel de faible ampleur serait gardé, qui devrait se traduire par une stabilisation de l'encours nominal de la dette publique et la poursuite de la réduction de l'endettement en proportion du PIB.*

*Le budget pour l'an 2000 visait initialement une faible réduction du déficit, de 0,1 p.c. du PIB. Il pouvait être considéré comme un compromis entre deux objectifs très louables mais, en tout cas à court terme, difficilement conciliables, à savoir la poursuite du processus de consolidation budgétaire et un allègement important des charges collectives pesant sur le travail. Ce dernier objectif revient à abaisser le niveau élevé des coûts salariaux en Belgique – qui obère la croissance de l'emploi et contribue au maintien de circuits de travail caché –, de sorte que l'assise économique se renforce. Lors de la confection du budget, des hypothèses macroéconomiques très prudentes, notamment celle d'une hausse du PIB de 2,5 p.c., ont été retenues. Une telle circonspection est certes bienvenue, mais il faut se garder de voir dans les bonis budgétaires conjoncturels, qui sont depuis lors devenus très probables, une marge structurelle supplémentaire qui pourrait être affectée au financement de nouvelles initiatives sans que des*

mesures compensatoires ne soient prises par ailleurs. Les perspectives conjoncturelles favorables appellent par conséquent un nouvel arbitrage accordant la priorité, dans l'immédiat, à une réduction additionnelle du déficit et de la dette. L'efficacité des diminutions de charges sociales décidées antérieurement devrait aussi être évaluée. Etant donné les pénuries qui se dessinent déjà dans certains segments régionaux ou sectoriels du marché du travail, il convient, en tout état de cause, de renforcer l'offre de travail, pour que l'allègement des coûts salariaux se traduise pleinement par un accroissement de l'emploi.

L'orientation budgétaire préconisée permet de créer une marge susceptible d'être utilisée plus tard, lors d'un ralentissement de l'activité. Consommer, au contraire, les bonis conjoncturels à des fins discrétionnaires a presque toujours un effet d'accentuation du cycle : l'économie est davantage stimulée à un moment où cela ne s'impose pas, ce qui accroît le risque de surchauffe inflationniste, alors que des mesures de correction doivent être prises, ultérieurement, qui ralentissent davantage encore la croissance. Spécialement dans une union monétaire, il est primordial que la politique budgétaire remplisse complètement et de manière symétrique son rôle de stabilisateur.

Tout incite donc à mettre intégralement en pratique l'engagement du programme de stabilité selon lequel « les fruits d'une croissance plus forte en 2000 seront affectés prioritairement à la réduction du déficit », même si cela signifie que le surplus primaire soit plus élevé pendant un temps. Dans un souci de cohérence avec une telle stratégie budgétaire, neutre du point de vue conjoncturel, il conviendrait de formuler les différentes normes budgétaires en termes structurels, c'est-à-dire après correction des influences temporaires de la conjoncture. L'intention exprimée par le gouvernement, dans le nouveau programme de stabilité, de dégager un léger surplus structurel, après que l'équilibre budgétaire aura été atteint, va dans ce sens. Par ailleurs,

cette stratégie s'appuierait utilement sur une explicitation du rythme de hausse des dépenses primaires acceptable à moyen terme, de telle manière que l'abaissement des charges collectives reste compatible avec l'impérieuse réduction du fardeau de la dette à une cadence suffisamment rapide.

Dès lors que les équilibres budgétaires structurels sont à portée de la main, une possibilité unique se présente, avant que le vieillissement de la population ne fasse sentir ses effets, de réévaluer la composition et la qualité des interventions publiques, afin d'entretenir un climat propice aux investissements et de rehausser le potentiel de croissance de l'économie. Il s'agit notamment d'améliorer les services publics, d'accroître judicieusement les investissements, particulièrement dans les infrastructures de réseaux et de transport, de renforcer les efforts dans le domaine de la recherche scientifique et appliquée et d'optimiser la formation scolaire et permanente. Enfin, les charges supplémentaires en matière de pensions et de soins de santé que le vieillissement de la population risque d'entraîner ne sont pas une fatalité, mais peuvent être prévenues en grande partie par une politique prévoyante et appropriée. Des mesures structurelles destinées à accroître la participation au marché du travail et le taux d'emploi sont de nature à maintenir à un niveau supportable le ratio de dépendance entre non-actifs et actifs. La progression des dépenses de pensions peut être freinée, notamment en encourageant le maintien en activité des travailleurs âgés, et la surconsommation médicale peut être combattue en responsabilisant les utilisateurs comme les prestataires de soins.

De tels défis requièrent une stratégie à moyen terme intégrée, qui soit orientée vers la réalisation d'une consolidation structurelle, durable, des finances publiques, qui conjugue les différents choix de la politique budgétaire de manière cohérente et qui coordonne efficacement les actions des divers niveaux de pouvoir.

## ***POLITIQUE DE L'EMPLOI***

*Confronté aux mutations rapides de l'économie, conséquences du progrès technique et de la mondialisation, aux tendances démographiques qui se dessinent et aux évolutions de la société, le modèle social européen doit être préservé et renforcé, mais aussi réformé. Ce modèle se caractérise par un niveau relativement élevé de protection sociale et un certain nombre de mécanismes redistributifs, qui permettent notamment de contenir la pauvreté. Un renforcement de ces dispositifs est nécessaire, puisqu'il subsiste des situations de détresse intolérables. Mais, dans la plupart des pays d'Europe, le modèle doit aussi être revu, car une création insuffisante d'emplois lui fait manquer son but, en reléguant une partie de la population au chômage, et hypothèque son avenir. Un dialogue social constructif contribuera à donner corps aux indispensables changements.*

*En dépit de progrès récents, le chômage demeure trop élevé en Europe et le taux d'emploi, nettement inférieur à celui des Etats-Unis ou du Japon. Certains pays européens, toutefois, semblent avoir réussi à intégrer dans le circuit du travail une proportion de la population assez comparable à celle qui est observée aux Etats-Unis, tout en obtenant des résultats nettement meilleurs en matière de lutte contre la pauvreté, comme par exemple le Danemark, les Pays-Bas ou la Suède. Les efforts de promotion de l'emploi doivent être intensifiés, pour répondre à trois préoccupations : accélérer la résorption du chômage et donner à un plus grand nombre de femmes et d'hommes la chance de participer activement à la vie sociale ; augmenter le potentiel de croissance non inflationniste et le bien-être ; consolider les systèmes de sécurité sociale et les finances publiques en prévision du vieillissement de la population, grâce à une croissance plus forte et un moindre ratio de dépendance.*

*Depuis les Conseils européens d'Amsterdam et de Luxembourg, en 1997, une coordination et une surveillance multilatérale de ces efforts sont prévues dans le cadre des grandes orientations des politiques économiques et des lignes directrices pour l'emploi de l'Union européenne. La promotion de l'emploi exige une stratégie à plusieurs dimensions, conjuguant des politiques macroéconomiques saines, une évolution appropriée des coûts salariaux, des réformes structurelles des marchés des biens et des services et des mesures spécifiques en vue d'un meilleur fonctionnement du marché du travail. Le Conseil européen de Cologne a lancé l'année dernière un « dialogue macroéconomique » portant sur ces questions, par lequel les autorités politiques, les partenaires sociaux et la BCE échangeront des informations et amélioreront leur compréhension mutuelle, afin de créer les conditions d'une croissance créatrice d'emplois.*

*L'apport de la politique monétaire consiste à assurer l'environnement de stabilité indispensable. Il est tout aussi nécessaire que les politiques budgétaires soient conduites dans le respect du pacte de stabilité et de croissance, de manière à ce qu'elles concourent au maintien de taux d'intérêt réels assez bas et ouvrent la possibilité d'actions anticycliques, d'autant plus efficaces qu'elles ne seront pas perçues comme une dérive durable des finances publiques.*

*L'évolution des salaires doit être compatible avec la stabilité des prix et la promotion de l'emploi. Elle ne peut donc être source de substitution du capital au travail et des importations à la production intérieure. En outre, les différences de productivité, suivant les pays, les régions, les branches ou les niveaux de qualification, doivent se refléter suffisamment dans les coûts salariaux. Une centralisation des négociations*

salariales dans la zone euro, qui hâterait la convergence des niveaux de salaires sans tenir compte des différentes situations nationales, risquerait d'évincer des travailleurs dans les pays où la productivité est plus faible. Une uniformisation des hausses salariales, qui laisserait les écarts de niveaux inchangés, serait aussi contre-indiquée. Dans le même temps, la préservation du modèle européen requiert un socle commun de garanties sociales.

Les réformes des mécanismes du marché du travail sont un axe important de la stratégie globale, car le faible taux d'emploi en Europe est de nature largement structurelle. Elles accroîtront les avantages de la concurrence plus vive sur les marchés des produits et du développement de la société de l'information, au travers d'une meilleure allocation du travail et de la mobilisation de ressources humaines inemployées. Depuis 1998, des plans d'action nationaux mettent en œuvre les lignes directrices pour l'emploi de l'Union européenne, qui visent à améliorer les facultés d'insertion professionnelle, à développer l'esprit d'entreprise, à encourager la capacité d'adaptation des entreprises et de leurs travailleurs et à renforcer la politique d'égalité des chances.

En Belgique, même si le taux d'emploi a augmenté de 1994 à 1999, il reste inférieur à la moyenne européenne, elle-même trop basse. Aussi faut-il redoubler d'efforts.

La modération salariale a contribué à ralentir la substitution du capital au travail depuis plusieurs années. L'accord interprofessionnel pour les années 1999 et 2000, dont la promotion durable de l'emploi est l'axe principal, n'y déroge pas. Les conventions sectorielles semblent s'être conformées à la norme d'augmentation maximale des salaires nominaux, établie par référence à l'évolution attendue des salaires dans les trois principaux pays voisins. Le respect de ce dispositif a été facilité par l'indexation des salaires sur la base de « l'indice-santé ». Celui-ci exclut la plupart des produits pétroliers, ce qui

comprime les effets secondaires du renchérissement du pétrole. Les modalités d'application de la norme, issue de la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, ont été légèrement amendées. Ainsi, l'accord prévoit qu'une évaluation sera menée simultanément pour l'évolution salariale, les efforts de formation et l'emploi, et qu'une appréciation négative dans un domaine pourra être compensée par un résultat positif dans les autres. Cette latitude autorise une certaine différenciation des évolutions salariales. Au cours des dernières années, l'application stricte de la règle a eu le mérite de garantir la modération salariale indispensable pour enrayer la destruction de postes de travail, mais elle menaçait d'entraver à l'excès une telle différenciation. Or, sur le plan national aussi, ignorer les écarts de productivité et les conditions locales conduit à un rationnement de l'emploi.

Les réductions de contributions à la sécurité sociale, qui ont été amplifiées en 1999, sont un moyen supplémentaire de modérer le coût du travail, pour autant que leur produit ne soit pas utilisé à des augmentations de salaires. Les cotisations sociales sont aussi, avec la fiscalité, un instrument par lequel les coûts salariaux, qui doivent s'accorder aux niveaux de productivité, peuvent être dissociés des revenus nets, dont la formation doit aussi répondre à des considérations d'équité. Ainsi, la volonté de résorber le chômage des travailleurs les moins qualifiés sans abaisser leur niveau de vie justifie que les diminutions de cotisations demeurent plus importantes sur les bas salaires.

Encore faut-il, pour augmenter le taux d'emploi et le potentiel de croissance, qu'à une demande accrue de travail réponde l'offre, sans quoi les pénuries qui apparaissent déjà çà et là risquent de s'aggraver. A l'évidence, en Belgique, des actions sont à développer dans trois directions principales : accroître l'emploi des personnes de plus de cinquante ans, relever le niveau des qualifications et prévenir le chômage de longue durée. De surcroît, la forte disparité

*géographique des taux de chômage met en évidence l'utilité de lever les obstacles à la mobilité.*

*La faiblesse du taux d'emploi en Belgique, par comparaison avec la moyenne européenne, est due principalement à la participation plus modeste des jeunes, des aînés et des femmes de plus de quarante ans au marché du travail. Si le taux de chômage, notamment celui des jeunes, varie fortement selon les régions, le degré réduit de participation au marché du travail est un défaut commun. Les systèmes de retrait anticipé de la vie active, comme le régime des pré-pensions conventionnelles et celui des chômeurs âgés non demandeurs d'emploi, sont particulièrement en cause. Conçus à l'origine pour atténuer les conséquences sociales des restructurations d'entreprises et pour combattre le chômage des jeunes, ils se sont généralisés à tel point que le retrait anticipé est entré dans les mœurs. Or, ces systèmes grèvent les budgets publics et privent la société d'une force de travail expérimentée. Le taux d'emploi des personnes âgées de cinquante à soixante-quatre ans n'est que de 37 p.c., soit un des ratios les plus bas d'Europe, et est inférieur de dix points de pourcentage à celui des trois principaux pays voisins. Pour l'augmenter, fût-ce par une extension du travail à temps partiel, il ne suffit pas de restreindre les possibilités de retrait anticipé, il faut aussi promouvoir une gestion des ressources humaines qui maintienne la motivation et la productivité de ces travailleurs, en assurant suffisamment tôt dans la carrière une formation professionnelle continue. L'accord interprofessionnel et le plan d'action national pour l'emploi mettent opportunément cette problématique au rang des priorités et les partenaires sociaux ont récemment adressé des propositions à ce sujet au gouvernement.*

*L'inadéquation de la demande et de l'offre de travail est aussi une cause importante du déficit d'emplois en Belgique. Même si la « surqualification », due au mode de recrutement de certaines entreprises, accentue l'éviction des candidats les moins qualifiés, le déplacement de la demande en faveur de travailleurs disposant d'un capital*

*de connaissances de plus en plus grand est avant tout lié au perfectionnement des techniques. Les progrès à accomplir vont de l'école à la formation permanente. Le relèvement de la part de la population dotée d'un diplôme de l'enseignement secondaire supérieur, la revalorisation de l'enseignement technique et une meilleure insertion des jeunes dans le monde du travail au moyen de formules d'apprentissage sont autant de nécessités. En outre, les efforts en matière de formation continue devraient être intensifiés, comme le prévoit l'accord interprofessionnel.*

*Enfin, il est essentiel de briser le chômage de longue durée et de le prévenir. C'est pourquoi les pouvoirs publics ont mis en œuvre des mesures d'activation des allocations de chômage, destinées principalement à remettre au travail des personnes faiblement qualifiées, et d'aide à l'emploi des jeunes, qui abaissent les barrières à l'entrée par la socialisation partielle du coût d'une première expérience professionnelle. Il conviendrait aussi que les administrations régionales compétentes adoptent une approche individualisée, en vue d'intégrer plus rapidement les demandeurs d'emploi dans le marché du travail, par un parcours d'insertion et un accompagnement dans la formation et la recherche d'un emploi. Un système d'incitations appropriées pourrait encourager la participation à un tel parcours et des sanctions proportionnées devraient être applicables en cas de refus. Combattre les pièges à l'emploi, ces situations où l'acceptation d'un emploi n'apporte aucun avantage pécuniaire, voire implique une perte, est également à l'ordre du jour. Le relèvement des salaires nets les plus bas, par la voie d'une réduction des cotisations personnelles à la sécurité sociale ou de l'impôt sur les revenus du travail, y contribuera, parmi d'autres dispositions.*

*Malgré ses multiples dimensions, la politique active du marché du travail réclame plus de simplicité, d'homogénéité et de continuité. La prolifération des mesures – le Conseil supérieur de*

*l'emploi en a répertorié quelque cent quarante – en a fait un maquis, elle en a obscurci la perception par les acteurs concernés, et amoindri*

*l'efficacité. La coopération des autorités fédérales, régionales et communautaires est décisive pour la cohérence nécessaire à cet égard.*

## **AUTRES POLITIQUES STRUCTURELLES**

*Outre un fonctionnement plus efficace du marché du travail, des réformes structurelles des marchés des biens, des services et des capitaux et un plus grand discernement dans l'intervention publique contribueront également à relever le potentiel de croissance non inflationniste dans l'Union européenne. Améliorer les conditions de l'offre donnera à chaque pays, en particulier dans la zone euro, la possibilité de saisir les occasions nées de l'intégration des marchés et de mieux réagir, le cas échéant, à des chocs externes. Depuis le sommet européen de Cardiff, en 1998, de telles réformes font partie des grandes orientations des politiques économiques. Il s'agit notamment de poursuivre la réalisation du marché intérieur, en ouvrant à la concurrence des secteurs jusqu'alors abrités, et de favoriser l'introduction des nouvelles techniques, source d'innovation et de croissance. Ces changements structurels ne portent souvent leurs fruits qu'après un certain laps de temps, ce qui ne les rend pas moins nécessaires. Les avantages sont cependant parfois visibles plus rapidement. Ainsi, la concurrence dans les télécommunications a déjà entraîné des baisses de prix et des services plus diversifiés.*

*Etant donné le degré élevé d'ouverture de l'économie belge, la concurrence y est déjà vive sur la plupart des marchés des biens et sur plusieurs marchés des services. L'efficacité économique peut toutefois encore être accrue dans certains domaines. Les grandes orientations des politiques économiques de juillet 1999 recommandent à la Belgique, notamment, d'accélérer*

*la transposition des directives européennes relatives au marché unique ainsi que la libéralisation des industries de réseaux, telles que les télécommunications, les postes, l'énergie et les transports. Des progrès ont été réalisés à cet égard. Dans la branche des télécommunications, par exemple, le retard accumulé dans la transposition en droit belge des directives européennes a été progressivement résorbé et la concurrence a été organisée pour la téléphonie mobile et les communications nationales à longue distance et internationales. Une ouverture graduelle à la concurrence est prévue pour les services postaux, l'électricité et le gaz. Elle a déjà commencé, en avril 1999, pour l'électricité vendue aux plus gros utilisateurs industriels et, en juin 1999, pour certains services postaux. Un groupe d'experts mandaté par le gouvernement a préconisé l'accélération du processus dans la branche de l'électricité. A ces dispositions sectorielles s'est ajouté un renforcement des moyens consacrés au contrôle du respect des règles de la concurrence. Sans doute y a-t-il encore lieu de soumettre à un examen critique les obstacles légaux et administratifs qui subsistent au jeu de la concurrence, tels que les barrières à l'entrée dans certains domaines.*

*De plus, les pouvoirs publics se doivent de tout mettre en œuvre pour ménager un climat favorable aux investissements, au moyen d'une politique budgétaire saine, mais aussi d'une réorientation des dépenses, d'un ajustement de la fiscalité et d'une adaptation des réglementations qui rendront leur intervention plus efficace. Ainsi, un*

ensemble d'actions, parmi lesquelles des investissements publics accrus, devraient répondre à la demande de mobilité dans le respect de l'environnement. La création de nouveaux produits et services passe par une aide accrue à la recherche scientifique et appliquée, pour laquelle les dépenses publiques et privées ne représentaient respectivement que 0,4 et 1,2 p.c. du PIB en 1995, contre 0,7 et 1,5 p.c. en moyenne dans les pays membres de l'OCDE. La fondation de nouvelles entreprises mériterait un soutien plus ferme. La qualité du service public devrait être améliorée, la simplification administrative, poursuivie, et la coordination des diverses administrations, renforcée.

Par leur rôle central dans l'allocation des ressources, les marchés financiers alimentent aussi la croissance, tout en générant une activité spécifique. Ils sont évidemment les premiers concernés par l'unification monétaire européenne. Celle-ci stimule le développement de marchés financiers plus efficaces, larges et profonds, où la pression concurrentielle est plus intense. Comme on l'a déjà mentionné, des différences réglementaires et fiscales entravent encore l'intégration de certains marchés. En ce qui concerne l'imposition des revenus du capital, l'absence d'harmonisation peut, en outre, creuser l'écart par rapport à la taxation des revenus du travail, facteur de production moins mobile. L'introduction de l'euro a déjà provoqué des réallocations de portefeuille, parfois considérables, en raison de la disparition du risque de change au sein de la zone et du souhait d'accroître la diversification des actifs selon d'autres critères que la monnaie. L'évolution du bilan des établissements de crédit belges en donne un exemple : ceux-ci ont acquis des obligations en euro émises à l'étranger pour des montants substantiels, en cédant des titres de la dette publique belge ainsi qu'en empruntant des liquidités auprès de l'Eurosystème.

Les utilisateurs des marchés financiers ont tout à gagner de l'intégration de ceux-ci. Les sociétés, entre autres les petites et moyennes entre-

prises, pourront trouver plus aisément du capital à risque et les particuliers, des produits et services financiers diversifiés. Les pouvoirs publics voient aussi s'ouvrir un marché plus vaste pour le placement de leurs emprunts. Les petits Etats doivent cependant mener une politique active de diffusion de leurs titres sur les marchés étrangers, afin d'éviter que leur taille réduite et leur moindre notoriété ne conduisent à une diversification des portefeuilles des non-résidents en leur faveur moins rapide que celle des portefeuilles des résidents à leur détriment. En Belgique, le Trésor a pris une série d'initiatives dans ce sens. Il a déjà pu améliorer sensiblement ses conditions de financement à court terme en euro. En revanche, l'écart de rendement entre les obligations linéaires et les obligations de l'Etat allemand à dix ans a eu tendance à s'accroître quelque peu au cours des deux dernières années. Cette évolution, que l'on observe aussi pour les obligations françaises et néerlandaises, semble due, pour l'essentiel, à une différence de liquidité, liée à l'essor des « futures » sur les titres allemands de cette durée. La concentration des émissions sur un moindre nombre d'échéances, décidée par le Trésor, accroîtra la liquidité des obligations linéaires de l'Etat belge.

Les producteurs de services financiers peuvent bénéficier de l'expansion de l'activité sur les marchés européens, mais ils sont aussi confrontés à une concurrence très vive. Ils y réagissent notamment par des regroupements, en vue de réaliser des économies d'échelle et d'accompagner le développement des opérations transfrontalières. Ainsi, dans le secteur bancaire belge, un vaste mouvement de concentration concernant les plus grands établissements a déjà eu lieu de 1996 à 1998. Deux caractéristiques de ce processus méritent d'être soulignées : plusieurs opérations ont eu pour objectif de développer des groupes de « bancassurance » et les fusions ou acquisitions transfrontalières ont été nombreuses. Les banques, confrontées par ailleurs à l'amenuisement des opérations de change et à la fin du mouvement de hausse des cours des obligations, se trouvent à présent

mieux armées pour affronter une concurrence accrue. Elles mettent en œuvre des stratégies multiples, parmi lesquelles une diversification de leurs activités, en direction, par exemple, de l'assurance, de l'émission de titres ou de la gestion de fortune, ainsi qu'une extension de celles-ci au-delà des frontières. Ces mutations rapides du paysage financier conduisent les autorités de supervision prudentielle à adapter les modalités de leur contrôle.

Plus récemment, des dépositaires de titres de divers pays se sont aussi rapprochés. Il existe en Belgique plusieurs systèmes de compensation et de paiements, en général excellents, dont certains ont une vocation internationale. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, la Banque exerce une surveillance de ces systèmes, appelée « oversight », afin de promouvoir leur efficacité et leur solidité, en se référant aux normes élaborées par le Système européen de banques centrales et par les banques centrales du G10.

Le mouvement de regroupement touche également les marchés boursiers, soumis d'autre part à la concurrence potentielle de nouveaux systèmes de négociation entièrement électroniques accessibles aux investisseurs institutionnels. La

bourse de Bruxelles, la CIK et Belfox ont fusionné en 1999 pour constituer Brussels Exchanges (BXS). Ce dernier organisme a décidé de participer au projet d'une plate-forme de négociation commune de huit bourses européennes. En comparaison d'autres places financières, la bourse de Bruxelles souffre d'une capitalisation relativement faible, du nombre trop limité de très grandes sociétés qui y sont inscrites et d'une concentration assez forte de l'actionnariat. Le manque de titres suffisamment connus et liquides a d'ailleurs pesé sur les cours en 1999, année pendant laquelle la diversification des portefeuilles semble s'être portée en priorité sur les principales valeurs et les marchés les plus importants. Pour autant qu'elle s'inscrive effectivement dans un ensemble européen suffisamment intégré, la bourse de Bruxelles continuera à rendre des services appréciables à l'économie belge, surtout aux entreprises de taille plus réduite désireuses de financer leur croissance. Elle crée de la valeur ajoutée non seulement par sa propre activité mais aussi grâce à celles qu'elle contribue à développer en matière d'analyses financières, de gestion d'actifs, d'arrangement d'émissions et de placements de titres, ou encore d'accompagnement de fusions ou acquisitions d'entreprises.

## CONCLUSION

Pour l'économie, l'avenir immédiat est gros de promesses. Les prévisions relatives à la zone euro, en particulier, n'ont cessé de s'améliorer au cours des derniers mois, sous l'influence de l'expansion des marchés extérieurs, mais surtout de la vigueur de la demande intérieure. Le cadre de stabilité que l'union monétaire européenne a donné à la politique macroéconomique, ainsi que les résultats des efforts considérables consentis les dernières années dans l'Union européenne

pour assainir les finances publiques et promouvoir l'emploi, en sont le soubassement.

Malgré la crise de la dioxine, l'économie belge a, comme beaucoup d'autres, enregistré en 1999 une croissance supérieure à celle qui était encore récemment envisagée. La poursuite sans relâche, depuis longtemps, d'un objectif de stabilité macroéconomique, de consolidation budgétaire, de maîtrise des revenus et de

renforcement de l'intensité en emplois de la croissance a posé des jalons solides. Ces derniers mois, la confiance des consommateurs et des entrepreneurs a atteint un niveau historiquement très élevé. La perspective d'une phase de progrès économique à la fois ferme et durable s'ouvre pour la Belgique, comme pour l'ensemble de la zone euro.

Ces circonstances favorables doivent être exploitées afin d'éliminer rapidement les deux principaux défauts structurels de l'économie belge que sont le niveau élevé de l'endettement public et la faiblesse des taux d'activité et d'emploi.

La période de haute conjoncture qui s'annonce fournit en effet une occasion incomparable d'accélérer la consolidation prévue par le nouveau programme de stabilité, et donc de réduire plus substantiellement encore le fardeau de la dette publique. Il est opportun d'affecter en priorité les bonis résultant de la conjoncture à une baisse supplémentaire du déficit, de sorte que la politique budgétaire puisse, conformément au pacte de stabilité et de croissance, jouer un rôle de stabilisateur conjoncturel. Mais il faut aussi donner plus de latitude à une nouvelle approche des recettes et des dépenses, qui contribue au plus haut point à relever le potentiel de croissance de l'économie. A cet effet, la stratégie à moyen terme cohérente qui s'impose combinera, de façon équilibrée, un allègement supplémentaire de la charge fiscale et parafiscale qui pèse sur le travail, une norme pour la croissance des dépenses et une amélioration de l'efficacité de l'intervention publique. La prochaine décennie sera particulièrement propice à une telle entreprise. Dans la mesure où cette chance est saisie et où le handicap d'une dette publique élevée est surmonté, les finances publiques assumeront d'autant plus facilement la charge ultérieure du vieillissement de la population.

Cette évolution démographique est aussi un défi pour la politique de l'emploi. A taux d'activité inchangé, elle signifierait en effet une contraction sensible de l'offre de main-d'œuvre et pèserait donc sur le potentiel de croissance de l'économie. Afin de préserver celui-ci, le relèvement de la participation au marché du travail est la voie à suivre, d'autant que la forte croissance qui est attendue menace d'aggraver les pénuries dont pâtissent déjà certains segments de ce marché. Le concours de toutes les énergies est requis, notamment en vue de prévenir et de réduire le chômage de longue durée, d'accroître la participation des travailleurs plus âgés et, plus que jamais, d'améliorer la formation de chacun, actif ou non. Ainsi, la politique d'abaissement des charges pesant sur le travail se traduira pleinement dans l'emploi.

Enfin, une croissance durable de l'activité et de l'emploi exige aussi que l'offre de biens et de services fasse l'objet de plus d'attention. Dans un monde toujours plus intégré, caractérisé par une concurrence accrue, la vitalité d'une économie développée comme la Belgique est tributaire de sa capacité à s'approprier de nouvelles techniques, à conquérir de nouveaux marchés et à préparer la population à la société de la connaissance et de l'information.

L'an 2000 a commencé sous des auspices particulièrement favorables pour l'économie. Une amélioration devrait spontanément se produire en matière budgétaire comme sur le marché du travail. Mais elle n'autorisera pas la complaisance et devra inciter à de nouveaux progrès structurels, qui renforceront l'économie belge dans un monde où les frontières s'estompent. Il faut garder les yeux ouverts sur l'avenir, car c'est aujourd'hui qu'il se prépare.

Bruxelles, le 2 février 2000