

Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur



En 2002, la situation économique, dans le monde, en Europe et en Belgique, a été caractérisée par une incertitude inhabituellement élevée et par une confiance des entrepreneurs et des consommateurs qui s'est progressivement détériorée.

L'année n'avait pourtant pas mal commencé, l'activité montrant tout d'abord des signes encourageants de reprise. Mais la croissance s'est poursuivie à un rythme languissant, dans un contexte marqué par une baisse supplémentaire des cours sur les marchés d'actions et par la montée des tensions géopolitiques, avec la perspective d'une guerre en Irak.

Au total, l'année 2002 a donc été aussi décevante que la précédente sur le plan économique. Cependant, si l'accélération attendue de l'activité ne s'est pas produite, ni les États-Unis ni l'Europe ne sont véritablement entrés en récession. Et, bien qu'ils aient été durement secoués, les systèmes financiers et les institutions financières ont globalement bien résisté.

Les fluctuations conjoncturelles ont été largement synchronisées entre les grandes zones, mais on a pu observer à nouveau des divergences significatives des taux de croissance, paraissant confirmer des différences structurelles. Le potentiel de croissance en Amérique du Nord est supérieur à celui que l'on peut constater dans la plupart des pays de la zone euro. Celle-ci n'a pas encore montré les signes d'une dynamique interne suffisante pour se mettre à l'abri des chocs externes.

La faiblesse de la croissance dans la zone euro ne peut être attribuée au dosage de la politique économique.

Les taux d'intérêt, à court et à long termes, nominaux et réels, sont restés tout au long de l'année à des niveaux historiquement très faibles et n'ont jamais constitué un obstacle à la reprise. Soucieuse d'apporter sa contribution à la restauration de la confiance, et alors que les risques qui pèsent sur la croissance atténuent simultanément les pressions inflationnistes, la Banque centrale européenne a abaissé en décembre son taux directeur de 50 points de base à 2,75 p.c.

Sur le plan budgétaire, presque tous les gouvernements ont laissé pleinement jouer les stabilisateurs automatiques et l'effet de ceux-ci a souvent été renforcé par des mesures discrétionnaires. On peut d'ailleurs se demander si la stimulation économique visée par le relâchement budgétaire dans certains pays n'a pas été compromise par l'effet inverse qu'un tel dérapage exerce sur le climat de confiance.

Les économies de la zone euro sont handicapées par des rigidités structurelles dont a témoigné, par exemple, le maintien de l'inflation au-dessus de la barre des 2 p.c. malgré la léthargie de l'activité et l'appréciation du cours de change de l'euro.

Il faut intensifier les réformes visant à améliorer le fonctionnement du marché intérieur, à moderniser l'appareil de production et à assouplir les rouages de l'économie de façon à accroître le potentiel de croissance à moyen et à long termes et la résistance aux perturbations externes.

La reprise conjoncturelle hésitante dans les principaux pays de la zone euro et aux États-Unis a bien sûr pesé sur l'activité économique en Belgique. La croissance du PIB, qui a affiché un rythme modeste de 0,7 p.c., analogue à la moyenne de la zone euro, n'a pas dépassé celle de l'année précédente.

L'emploi a réagi avec un certain décalage à la faiblesse de l'activité mais celle-ci a fini par se répercuter sur le taux de chômage, qui s'est inscrit en hausse sensible pour la première fois depuis 1995 (de 6,7 p.c. en 2001 à 7,3 p.c. en 2002, en moyenne annuelle).

À divers égards, les résultats dans notre pays ont été meilleurs que dans les pays voisins.

Le taux d'inflation, égal à 1,6 p.c. sur l'ensemble de 2002 (et revenu de 2,6 p.c. en janvier à à peine plus de 1 p.c. en fin d'année), a été inférieur tout à la fois au taux de l'année précédente (2,4 p.c.) et au taux moyen de la zone euro (2,3 p.c.), mais aussi au taux ressenti par la population. L'année 2002, du fait de l'introduction des billets et pièces en euro et de l'affichage des prix dans la nouvelle monnaie, a, en effet, été caractérisée par un écart important entre l'inflation perçue par les consommateurs et la hausse effective du niveau général des prix.

Revenues à l'équilibre en 2000, après avoir été en déficit pendant plusieurs dizaines d'années, les finances publiques belges n'ont pas basculé dans le rouge malgré le net ralentissement de la croissance économique en 2001 et 2002. La Belgique fait partie des rares pays de la zone euro qui ont clôturé leur budget en équilibre ou en excédent.

Ces relatives bonnes performances n'autorisent cependant pas la complaisance.

Étant donné le niveau toujours élevé de la dette publique et les conséquences prévisibles du vieillissement de la population, il est important, dès que la croissance s'améliorera, de revenir à une trajectoire budgétaire plus ambitieuse et de dégager progressivement des excédents.

La remontée conjoncturelle du chômage rappelle d'autre part la nécessité de poursuivre les actions visant à réduire la composante structurelle du sous-emploi, toujours prédominante: relèvement des taux de participation, amélioration de l'adéquation entre les profils des demandeurs d'emploi et les caractéristiques des postes de travail offerts, évolution raisonnable des coûts salariaux.

La stimulation de l'esprit d'entreprise, la réduction des charges administratives, l'intensification des efforts en matière de recherche et développement, l'amélioration des infrastructures publiques doivent aussi contribuer à un plus grand dynamisme économique.

Les systèmes financiers et les établissements bancaires apparaissent plus robustes que par le passé. Ils ont, en effet, à travers le monde, globalement bien résisté à une succession de secousses rarement enregistrées: repli conjoncturel, éclatement de la bulle de la « nouvelle économie », attentats du 11 septembre, déconfiture de l'Argentine, faillite d'Enron et autres abus comptables, baisse généralisée des bourses, bruits de guerre.

En dépit de cette constatation, il serait cependant prématuré de conclure qu'il n'y a pas de raison d'inquiétude. Plusieurs des chocs mentionnés pourraient avoir des implications plus durables et la volatilité des marchés demeure fort élevée.

Les banques belges présentent des caractéristiques spécifiques qui leur ont heureusement permis d'échapper aux crises que le secteur a connues ces deux dernières décennies dans de nombreux pays industrialisés. Leur solvabilité s'est, dans l'ensemble, encore renforcée en 2001-2002 mais leur rentabilité a nettement régressé. Avec le développement des groupes de « bancassurance », il convient aussi d'être attentif à certains risques de contagion au départ du secteur de l'assurance, qui a été plus malmené encore que le secteur bancaire par les évolutions financières récentes.

Il est essentiel que les diverses autorités de contrôle coordonnent étroitement leur action au niveau international et au niveau intersectoriel. Pour cette raison, la réforme de la surveillance du secteur financier en Belgique, organisée par la loi du 2 août 2002, a été bien accueillie par la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international. En Belgique comme ailleurs, il demeure toutefois que le bon fonctionnement du système financier relève avant tout de la responsabilité des divers opérateurs eux-mêmes, au sein du secteur et en dehors de celui-ci.



AVANT-PROPOS	5
RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE	12
ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	2
Chapitre 1 : Environnement international	3
Vue d'ensemble	3
Éclatement de la bulle financière	5
États-Unis	9
Le Japon et les économies émergentes d'Asie	12
Union européenne	15
Chapitre 2 : La politique monétaire de l'Eurosystème	31
Aspects stratégiques	31
Aspects opérationnels	36
Chapitre 3 : Production et dépenses	39
Aperçu général	39
Évolution de l'activité	40
Principales catégories de dépenses	42
Chapitre 4 : Marché du travail et coûts salariaux	49
Marché du travail	49
Coûts salariaux	55
Chapitre 5 : Prix	61
Chapitre 6 : Finances publiques	73
Recettes, dépenses et solde de financement	73
Structure des dépenses publiques et croissance économique	89

Chapitre 7 : Synthèse des opérations par secteur	93
Chapitre 8 : Comptes et marchés financiers	99
Structure financière de la Belgique et de la zone euro	99
Sociétés	100
Pouvoirs publics	104
Particuliers	106
Chapitre 9 : Stabilité financière	113
Marchés financiers internationaux	113
Intermédiaires financiers belges	116
Environnement légal et réglementaire	125
Systèmes de paiement et de règlements de titres	129
Notice méthodologique	133
Signes conventionnels et liste des abréviations	136
ANNEXES STATISTIQUES	140
Liste des tableaux et des graphiques	167





Environnement international

Les surcapacités de production et le manque de confiance ont entravé la relance de l'économie mondiale

Au début de l'année sous revue, l'économie mondiale semblait pouvoir sortir rapidement du marasme conjoncturel dans lequel elle était tombée à la mi-2000. Les principaux pays industrialisés avaient considérablement assoupli leur politique monétaire et avaient imprimé une tournure expansionniste à leur politique budgétaire. Associées au retournement du cycle des stocks, ces impulsions ont entraîné, durant les premiers mois de 2002, un sensible redressement de l'activité économique mondiale et du commerce international. Dans le même temps, des incertitudes croissantes se sont néanmoins fait jour quant à la solidité et à la durabilité de la reprise. Il est en effet apparu que les surcapacités de production, qui avaient été constituées au cours des années précédentes sous l'influence de l'engouement pour les techniques de l'information et de la communication, ne s'étaient pas encore suffisamment résorbées et qu'elles grevaient le retour à des résultats d'exploitation plus sains. Plusieurs scandales retentissants touchant l'établissement et le contrôle des comptes de sociétés ont en outre suscité de sérieux doutes sur la situation financière réelle et les attentes de profits de certaines grandes entreprises. De plus, l'évaluation, sur les marchés financiers, de plusieurs pays sud-américains, confrontés à des incertitudes politiques accrues et à une dynamique de la dette encore difficile à maîtriser, s'est dégradée au printemps. La confiance des investisseurs, producteurs et consommateurs, en outre inquiets du regain des tensions géopolitiques, s'est dès lors émoussée et leur perception des risques s'est exacerbée.

La forte correction des cours boursiers a érodé à son tour la confiance des consommateurs et des investisseurs

L'une des manifestations les plus patentes de ce défaut généralisé de confiance a assurément été la correction brutale des cours des actions dans le monde. Par rapport au sommet qui avait été atteint dans le courant de l'an 2000, les indices boursiers larges, tous secteurs confondus, ont reculé de 41 p.c. environ aux États-Unis, et même de plus de 52 p.c. dans la zone euro. Ces mouvements paraissent spectaculaires, mais il ne faut pas perdre de vue que la hausse avait été tout aussi excessive les années antérieures. Aux États-Unis et dans la zone euro, le ratio cours-bénéfices moyen avait, à un moment donné, atteint respectivement le triple et le double de sa valeur moyenne à long terme, qui est de l'ordre de quinze et semble représenter un niveau d'équilibre. À la fin de l'année sous revue, il était déjà retombé en deçà de douze dans la zone euro, alors qu'aux États-Unis, à presque vingt-deux, il s'établissait toujours nettement au-delà de cette moyenne historique.

Les turbulences qui ont agité les marchés boursiers au cours de l'exercice écoulé ont indéniablement affecté les comportements d'investissement et de consommation, soit par le renchérissement du capital et l'accès plus difficile à des financements externes, soit par des effets de richesse négatifs et la détérioration du climat de confiance général.

Dans ce contexte, les composantes de la dépense intérieure ont presque partout été dépourvues d'une dynamique endogène suffisante pour donner un élan supplémentaire au redressement essentiellement technique du début de l'année. La croissance de l'économie mondiale n'a, dès lors, que modérément progressé, passant de 2,2 p.c. en moyenne en 2001 à quelque 2,6 p.c. pendant l'année sous revue.

Même si l'évolution conjoncturelle a été largement synchrone dans les principales zones économiques – sous l'effet de chocs communs et de la mondialisation croissante –, d'importantes différences ont néanmoins subsisté dans le rythme et la composition de la croissance, de même que dans la réaction des politiques macroéconomiques.

Aux États-Unis, les dépenses des particuliers sont restées fermes dans un premier temps...

Aux États-Unis, il semble que l'assouplissement résolu des politiques monétaire et budgétaire ait jusqu'à présent essentiellement soutenu les dépenses des particuliers et les investissements en logements. Étant donné un endettement qui excède leur revenu disponible annuel, la situation financière des ménages américains demeure néanmoins vulnérable, d'autant que la chute des cours des actions a encore écorné leur patrimoine, même si la forte hausse des prix de l'immobilier a exercé un certain contrepoids. Sous l'effet de la crise boursière et de la montée du chômage, la confiance des consommateurs américains s'est d'ailleurs sensiblement érodée au cours de l'année écoulée.

...mais les exportations et les investissements des entreprises ont continué de se contracter

Les exportations et les investissements des entreprises, qui se sont tassés en volume pour la deuxième année consécutive, ont constitué les maillons les plus faibles de la reprise conjoncturelle aux États-Unis. Le nouveau creusement du déficit de la balance des opérations courantes de ce pays montre d'ailleurs à quel point la demande intérieure y demeure tributaire de l'afflux de capitaux étrangers. La correction progressive de la surévaluation du dollar a donc été bienvenue, puisque, à terme, elle peut contribuer à redresser le déséquilibre externe de l'économie américaine de manière ordonnée. Si toutefois le reste du monde se montrait moins confiant dans les perspectives d'investissement offertes par cette économie, un ajustement plus brutal des cours de change ne serait pas exclu. En revanche, les gains de productivité enregistrés aux États-Unis semblent, en dépit du ralentissement conjoncturel, se maintenir à un niveau plus que satisfaisant, grâce à de considérables progrès technologiques et un haut degré de flexibilité des marchés des biens et des services et du marché du travail, qui ont servi l'efficacité économique.

La léthargie de l'économie japonaise a tranché avec le dynamisme observé ailleurs en Asie

En Asie, le dynamisme retrouvé des économies émergentes et le maintien d'une croissance vigoureuse en Chine ont contrasté avec les prestations structurellement faibles du Japon. L'économie japonaise a semblé se redresser quelque peu au premier semestre de 2002, essentiellement sous l'effet de la remontée des exportations, mais cette reprise a par la suite à nouveau été éclipsée par la léthargie persistante découlant de la non-résolution des problèmes financiers du secteur bancaire et des conglomérats d'entreprises. Les risques de marché associés aux turbulences qui ont récemment secoué les marchés boursiers compliquent d'ailleurs le règlement du problème des créances douteuses et le retour



à la stabilité financière. En outre, la marge de manœuvre dont disposent les politiques monétaire et budgétaire pour couper court aux pressions déflationnistes permanentes se réduit de plus en plus.

Les prévisions de croissance n'ont pas été confirmées dans l'Union européenne non plus

Dans l'Union européenne également, l'éphémère redressement porté par les exportations et une correction technique des stocks au premier trimestre a suscité à tort le sentiment que la reprise conjoncturelle se poursuivrait plus vite et avec plus de vigueur que d'ordinaire. En outre, l'emploi avait jusqu'alors bien résisté au ralentissement de l'activité, ce qui, comme la hausse du pouvoir d'achat entraînée par les réductions d'impôts auxquelles nombre de pays avaient procédé, a contribué à soutenir les dépenses des ménages.

Il en faut toutefois plus pour résorber les déséquilibres entre l'offre et la demande après un recul conjoncturel, et l'expérience de phases ascendantes antérieures enseigne que ce processus d'adaptation prend du temps, certainement en Europe, où des rigidités structurelles compliquent l'ajustement. La prévision initiale suivant laquelle l'économie européenne renouerait avec son rythme de croissance potentiel dès le milieu de l'année sous revue péchait manifestement par optimisme. De plus, les tensions géopolitiques et le renchérissement connexe du pétrole, de même que le repli des cours boursiers, ont altéré le climat de confiance général, en Europe aussi.

Le malaise boursier et l'incertitude grandissante ont pesé sur la consommation privée

Même si la détention d'actions par les particuliers a sensiblement progressé sur ce continent au cours de la décennie écoulée, elle n'atteint, en moyenne, pas encore des proportions comparables à celles observées aux États-Unis ; en outre, il semble que les fluctuations des cours des actions y influencent moins les habitudes de consommation. Compte tenu de l'ampleur de la correction boursière, un effet de richesse négatif non négligeable peut toutefois être considéré comme probable et la confiance a certainement été altérée. Des perspectives d'emploi de plus en plus incertaines et une vision trop pessimiste des ménages quant à l'évolution de leur pouvoir d'achat, qui ne s'explique qu'en partie par le passage à l'euro fiduciaire, ont également freiné les dépenses. Avec une progression en volume de 0,6 p.c. en moyenne, contre 1,8 p.c. encore en 2001, l'évolution de la consommation privée dans la zone euro au cours de l'exercice écoulé peut être qualifiée de médiocre.

Les investissements des entreprises ont de nouveau été la composante la plus faible des dépenses

Les investissements des entreprises ont néanmoins constitué la composante la plus faible des dépenses dans la zone euro : en volume, ils ont reculé de quelque 2,7 p.c. en 2002. Les surcapacités de production et les doutes sur les perspectives de débouchés n'ont, bien entendu, pas incité les entrepreneurs à décider d'une extension de leur stock de capital. En raison du malaise régnant sur les marchés financiers, beaucoup de sociétés ont, en outre, accordé la priorité au redressement de leurs comptes affaiblis, d'autant que certaines d'entre elles ont essuyé de lourdes pertes à la suite de leurs opérations de fusion et acquisition, qui s'étaient fortement intensifiées auparavant. Enfin, il semble que les évolutions boursières – en dépit des faibles taux d'intérêt – aient pesé sur les conditions de financement : les émissions d'actions sont devenues plus difficiles et plus onéreuses, et les prêteurs semblent s'être montrés plus circonspects, ce qui s'est traduit notamment par de plus gros écarts d'intérêt sur le marché des obligations de sociétés.

Globalement, l'économie de la zone euro a présenté, au cours de l'année sous revue, un profil de croissance apathique: pendant les trois premiers trimestres, la progression du PIB a stagné aux alentours de 0,3 p.c. et, selon des indications provisoires, elle se serait même à nouveau quelque peu repliée au dernier trimestre. Compte tenu, en outre, de l'acquis négatif de l'année antérieure, il s'en est suivi un ralentissement de la croissance annuelle moyenne du PIB, qui est revenue de 1,5 p.c. en 2001 à 0,8 p.c. environ en 2002.

Les pressions inflationnistes ne se sont allégées que lentement et modérément dans la zone euro

En dépit d'une activité toujours inférieure à son niveau potentiel et de l'effet modérateur exercé par l'appréciation du cours de change effectif de l'euro sur les prix à l'importation, les pressions inflationnistes ne se sont que modestement atténuées dans la zone euro: l'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH, est revenue de 2,5 p.c. en moyenne en 2001 à 2,3 p.c. en 2002, mais sa tendance sous-jacente, hors les variations des prix des produits alimentaires non transformés et de l'énergie, s'est accélérée, passant de 2 à 2,5 p.c. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette remarquable ténacité de l'inflation. D'abord, la zone euro a été confrontée à de nouveaux chocs d'offre inflationnistes: les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont poussé à la hausse les prix de l'énergie durant la majeure partie de 2002, tandis que les mauvaises conditions météorologiques ont entraîné, surtout au début de l'année, un renchérissement des produits alimentaires. Ensuite, le passage à l'euro fiduciaire a, lui aussi, exercé certaines pressions sur les prix, mais son incidence véritable – qu'Eurostat a estimé à quelque 0,2 point de pourcentage – a été nettement plus faible que dans l'esprit de nombre de consommateurs. Enfin, facteur plus déterminant, la hausse ininterrompue des coûts salariaux par personne occupée et la contraction conjoncturelle des gains de productivité se sont conjuguées pour faire grimper les coûts du travail par unité produite. Les tensions sur les prix sont demeurées plus particulièrement sensibles dans le secteur des services, qui est relativement protégé. C'est seulement vers la fin de l'année que l'effet des facteurs d'offre temporaires a commencé à se résorber et que, dans le contexte de la dégradation des perspectives d'emploi survenue entre-temps, les premiers signes d'un ralentissement des hausses salariales se sont manifestés.

Un assouplissement considérable des politiques macroéconomiques a déséquilibré les finances publiques dans certains pays

Le dosage des politiques macroéconomiques ne peut être tenu pour responsable d'entraves à la reprise de l'activité au cours de l'exercice écoulé: les taux d'intérêt réels, tant à court qu'à plus long terme, se sont situés à un niveau particulièrement faible et l'évolution des soldes budgétaires a été ouvertement anticyclique. Presque tous les États ont laissé pleinement jouer les stabilisateurs automatiques et l'effet de ceux-ci a même souvent été renforcé par des mesures discrétionnaires de stimulation budgétaire. Ce fut notamment le cas dans quelques grands pays de la zone euro. Les déficits budgétaires nominaux y ont soit sensiblement dépassé la valeur de référence de 3 p.c. du PIB fixée dans le traité sur l'Union européenne, comme en Allemagne, où le déficit a atteint 3,8 p.c. du PIB, soit s'en sont dangereusement approchés, comme en France et en Italie. On peut dès lors se demander si l'objectif de stimulation poursuivi par le relâchement budgétaire n'est pas compromis par l'effet inverse qu'un tel dérapage exerce sur le climat de confiance général.

L'adhésion de dix nouveaux États sera un défi de plus pour l'Union européenne

L'Union européenne devra à court terme relever un nouveau défi d'importance. Lors du Conseil européen de Copenhague, en décembre 2002, il a en effet été formellement confirmé que dix pays candidats à l'adhésion satisfont désormais toutes les conditions pour entrer dans l'Union dès mai 2004. Compte tenu des différences dans leur degré de développement respectif, et malgré les progrès considérables accomplis au cours de la décennie écoulée, il reste encore



beaucoup à faire en ce qui concerne les convergences réelle et nominale, a fortiori si ces États ambitionnent également à terme d'adhérer à l'union monétaire. Il n'y a toutefois pas lieu de craindre que ces deux types de convergence se fassent mutuellement obstacle. Le processus de rattrapage de l'économie réelle peut, certes, exercer une certaine tension sur les prix, mais, à plus long terme, le processus de libéralisation et les réformes structurelles qui sont nécessaires pour renforcer l'offre et accroître le potentiel de croissance devraient contribuer à créer un environnement d'inflation plus faible et de taux d'intérêt moins élevés. Une telle stabilité macroéconomique favorise à son tour le climat du commerce et des investissements et soutient la convergence réelle vers un niveau de vie plus élevé.

Évolutions économiques et financières en Belgique

Les reculs trimestriels de l'activité enregistrés en 2001 ont fait place à une reprise hésitante...

La reprise conjoncturelle hésitante et la faible expansion des échanges commerciaux dans la zone euro ont évidemment aussi pesé sur l'activité économique en Belgique. La croissance du PIB, qui a affiché un rythme modéré de 0,7 p.c., n'a pas dépassé celle de l'année précédente. La tendance conjoncturelle sous-jacente a néanmoins été très différente: en 2001, les taux de variation trimestrielle avaient le plus souvent été négatifs, alors qu'en 2002, une progression de l'activité, bien que modeste, a été observée trimestre après trimestre. Cependant, comme ailleurs dans la zone euro, l'accélération prévue de la croissance n'a pas eu lieu. À cet égard, les indicateurs conjoncturels qui jaugent l'opinion et les attentes des consommateurs et des producteurs ont accusé un retard inhabituel par rapport à la réalité économique, ce qui montre à quel point les anticipations initiales trop optimistes ont progressivement dû céder le pas à une incertitude grandissante quant à la vigueur et la durée de la reprise.

Une autre spécificité de la phase conjoncturelle ascendante en cours a été la faiblesse exceptionnelle de l'activité dans les services aux entreprises, qui a sans doute été affectée par de précédents surinvestissements, notamment dans les techniques de l'information et de la communication, et par des mesures d'économie sur des frais d'exploitation jugés moins essentiels.

...mais les surcapacités de production et la moindre rentabilité des entreprises ont freiné les investissements

L'absence de reprise de la demande finale a également amené les entreprises à tenter d'adapter leurs capacités de production, ce qui s'est traduit par une baisse importante du volume des investissements, de l'ordre de 3,8 p.c. L'affaiblissement de l'assise financière des sociétés, due à une rentabilité érodée, au repli des cours boursiers et à la limitation de leurs possibilités de financement externe, y a aussi concouru.

Le ralentissement de la consommation privée a été tempéré par l'allègement des prélèvements publics et par le caractère tardif de l'érosion de l'emploi

Même si la consommation privée a été nettement moins dynamique en Belgique ces deux dernières années que par le passé, lorsqu'elle affichait régulièrement des taux de progression supérieurs à 3 p.c., elle semble, avec une croissance moyenne en volume de 1,1 p.c., s'être relativement bien maintenue au cours de l'année sous revue, surtout si on la compare à celle d'autres pays de la zone euro. La progression du revenu disponible des ménages a, en effet, été soutenue par l'allègement de la pression fiscale et parafiscale, tandis que

le ralentissement de l'activité ne s'est répercuté qu'après un temps sur l'emploi et, partant, sur la masse salariale. La montée graduelle des incertitudes relatives aux perspectives du marché du travail et la sévère correction des cours boursiers auraient néanmoins incité les ménages à augmenter quelque peu l'épargne de précaution. Ainsi, la baisse tendancielle du taux d'épargne des particuliers, qui était observée depuis 1994, semble avoir pris fin, du moins provisoirement.

Le volume des ventes à l'étranger s'est encore contracté et les exportations nettes n'ont contribué que marginalement à la croissance

Sur l'ensemble de l'année, les exportations de biens et de services auraient encore affiché une diminution en volume de 1 p.c. Ce résultat masque une reprise des exportations de produits semi-finis et, dans une moindre mesure, de biens de consommation au premier semestre de l'année, qui s'est cependant interrompue par la suite. En revanche, aucun retournement notable de la baisse des exportations de biens d'investissement et de services n'a été enregistré. Comme la contraction du volume des importations a été légèrement plus importante que celle des exportations, la contribution nette du commerce extérieur à la croissance du PIB est demeurée positive, quoique marginale.

L'emploi n'a réagi que tardivement au ralentissement de l'activité...

L'adaptation des capacités de production à la modification des perspectives de ventes est un processus onéreux et qui demande du temps, qu'il touche le capital matériel ou humain. Il en résulte que l'emploi ne réagit généralement qu'avec un certain délai et avec moins d'acuité aux fluctuations de la production. Une adéquation qualitative insuffisante entre l'offre et la demande, dans certains segments du marché du travail, peut accentuer ce facteur d'inertie, car les entreprises hésitent à licencier des travailleurs qualifiés difficilement remplaçables. Les évolutions du marché du travail au cours des deux dernières années sont à cet égard représentatives. Si le rythme d'expansion du PIB s'est sensiblement ralenti dès le second semestre de 2000, la progression de l'emploi, en termes de personnes occupées, s'est maintenue jusqu'au milieu de 2001 à un niveau élevé, de l'ordre de 2 p.c. sur une base annuelle. Elle s'est fortement tassée par la suite et a même fait place à une légère baisse au cours de l'année sous revue, alors précisément que l'activité économique amorçait un redressement, certes modeste.

...grâce à un recours accru aux régimes de travail flexibles,

En ayant recours à divers systèmes, comme l'adaptation de la durée moyenne de travail, le recours à des travailleurs temporaires ou à temps partiel, ou encore le régime du chômage temporaire, les entreprises peuvent accorder plus exactement leur utilisation de la main-d'œuvre aux besoins de la production. La flexibilité offerte par de tels arrangements peut les aider à maintenir leur rentabilité et, simultanément, contribuer à éviter une progression plus rapide ou plus vigoureuse du chômage. Ces formes souples d'adaptation de l'utilisation de la main-d'œuvre ont cependant des limites, qui seront par ailleurs d'autant plus vite atteintes que d'autres déterminants du coût d'un volume de travail donné présentent des rigidités.

...mais le marasme persistant a fini par entraîner une forte hausse du chômage

En dépit de la réduction de la durée moyenne du travail par salarié et du ralentissement de la croissance de l'offre de travail, les chiffres du chômage ont recommencé à monter à partir de septembre 2001, pour la première fois depuis le milieu de 1996. À la fin de l'an passé, quelque 42.000 chômeurs supplémentaires ont été enregistrés par rapport à la fin de 2001, et le taux de chômage harmonisé est passé de 6,9 à 7,7 p.c. de la population active. Le taux d'accroissement du chômage a été nettement moindre en Wallonie et à Bruxelles qu'en Flandre, région plus sensible aux fluctuations conjoncturelles en raison de sa structure économique. La prédominance et la résistance bien plus



marquée du chômage structurel dans les régions wallonne et bruxelloise sont cependant davantage une source d'inquiétude.

Nonobstant la faiblesse conjoncturelle, les coûts salariaux se sont accélérés

Malgré la faiblesse persistante de l'activité économique et la détérioration de la situation sur le marché du travail, le rythme de progression des coûts salariaux horaires dans les entreprises belges est passé de 1,9 p.c. en 2000 à 3,1 p.c. en 2001 et 4 p.c. en 2002. La nouvelle accélération observée l'an passé est partiellement due au délai avec lequel les salaires nominaux, en raison des mécanismes de ralentissement intégrés dans l'indexation des salaires, ont réagi au fléchissement pourtant sensible du rythme de hausse de l'indice-santé. De surcroît, comme les accords salariaux couvrant la période 2001-2002 avaient été conclus à un moment où les attentes d'inflation et de croissance étaient nettement plus favorables, les augmentations réelles de salaires au cours de ces années se sont révélées assez élevées en regard des faibles gains de productivité. Bien que, les dernières années, les coûts salariaux horaires ne se soient pas accrus plus rapidement que dans les principaux pays partenaires, cette évolution s'est traduite par une forte progression des coûts salariaux par unité produite : elle a atteint 3,8 p.c. en 2001 et 2,8 p.c. en 2002. Ailleurs dans la zone euro, les coûts salariaux unitaires ont aussi subi, sous l'effet de l'affaiblissement conjoncturel de la productivité, des pressions à la hausse, mais moindres qu'en Belgique, puisqu'ils n'ont augmenté en moyenne que de 2,7 p.c. en 2001 et de 2,3 p.c. en 2002.

La tendance sous-jacente de l'inflation a fléchi plus tardivement que l'inflation totale

Cette pression des coûts salariaux explique en partie pourquoi la tendance sous-jacente de l'inflation, mesurée par la variation de l'IPCH hors les produits alimentaires non transformés et l'énergie, s'est avérée nettement plus résistante que l'inflation totale et n'a clairement commencé à fléchir que plus tard dans l'année. L'inflation a été particulièrement persistante dans le secteur des services, ce qui tient sans doute au poids relativement important des charges salariales dans la structure des coûts. En moyenne annuelle, l'inflation sous-jacente, qui s'est établie à 2,1 p.c., a en effet été aussi élevée qu'en 2001, alors que l'inflation totale a fortement reculé, revenant de 2,4 à 1,6 p.c. Cette évolution a résulté non seulement de la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles, dont l'incidence peut être estimée à quelque 0,3 point de pourcentage, mais aussi et surtout de l'effacement de l'impact direct des chocs antérieurs – hausse des prix pétroliers, dépréciation de l'euro et crise alimentaire –, qui avaient été à l'origine de l'accélération de l'inflation en 2000 et en 2001. Le net renchérissement des produits alimentaires non transformés avait toutefois suivi une période de prix quasiment stables.

Pour leur part, les effets indirects de ces chocs ne se sont estompés qu'au second semestre de l'année sous revue, lorsque la baisse de la pression exercée par la demande ainsi que l'appréciation de l'euro ont, en outre, commencé à inhiber les hausses de prix. Comme les variations de cours de change n'entraînent en général les prix à la consommation qu'après un certain délai, il est cependant peu probable que l'appréciation de l'euro se soit déjà manifestée pleinement dans l'évolution globale des prix. Avec une hausse des prix à la consommation à peine supérieure à 1 p.c. en fin d'année, la Belgique appartient de nouveau au groupe de pays affichant les taux d'inflation les plus bas dans la zone euro.

Le passage à l'euro a suscité une divergence entre l'inflation perçue et l'inflation réelle

Même si de nombreux consommateurs en ont une perception différente, les faits indiquent que le passage à des prix exprimés en euro n'a eu en fin de compte qu'une incidence limitée sur l'inflation, que la Banque évalue à 0,2 point de pourcentage environ. Des hausses importantes de prix ont, certes,

été observées pour un nombre restreint de produits et services, qui sont parfois courants, mais dont le poids dans le panier total du consommateur est assez faible. L'écart grandissant entre l'inflation perçue et l'inflation réelle, qui s'est marqué à peu près partout dans la zone euro, semble principalement lié aux difficultés qu'éprouvent les consommateurs pour se constituer une nouvelle échelle de référence et à l'attention que des médias ont portée à certains excès isolés. Quoi qu'il en soit, cette accélération de l'inflation perçue est très vraisemblablement un phénomène temporaire, qui comporte peu de risques, à terme, d'une modification du comportement de dépense ou d'une hausse des revendications salariales.

Les turbulences financières et les attermolements de la conjoncture ont réfréné l'offre comme la demande de crédit...

En Belgique comme ailleurs, la nouvelle chute des cours boursiers a marqué l'environnement financier. Les prix des actions cotées sur Euronext Brussels ont suivi la tendance baissière générale. Ce contexte n'a évidemment pas été propice à l'émission d'actions en bourse par les sociétés belges, les actions non cotées demeurant toutefois une source de financement externe considérable.

Au cours de l'année sous revue, l'endettement des sociétés sous la forme de crédits bancaires a régressé en termes réels. Les hésitations de la conjoncture ont, en effet, incité les entreprises à reporter des dépenses d'investissement. En outre, les deux dernières années, les écarts entre les taux d'intérêt que les établissements de crédit appliquent lors de l'octroi de prêts et les taux des placements sans risque se sont accrus. Ce resserrement des conditions de crédit reflète l'augmentation des risques, mais il s'explique peut-être également par la révision annoncée de l'accord de Bâle et par l'observation que les écarts de taux étaient, dans certains cas, plus réduits que dans les pays voisins.

...et grevé l'excédent d'exploitation des banques

L'élargissement des marges d'intermédiation a compensé les effets de la stagnation de l'activité de crédit, de sorte que les revenus d'intérêts nets des banques ont continué à progresser en 2002. En revanche, les autres recettes, perçues essentiellement sous la forme de commissions, ont pâti du repli des cours boursiers, tandis que les provisions pour risques se sont fortement accrues, témoignant des difficultés rencontrées par nombre d'entreprises du fait de la faiblesse de la conjoncture. Par solde, l'excédent net d'exploitation des banques se serait réduit d'environ un quart.

La solvabilité du secteur bancaire belge est demeurée globalement intacte...

Cette perte de rentabilité n'a pas empêché les banques belges de continuer à afficher une assez bonne solvabilité, puisque le coefficient moyen de couverture des actifs pondérés par les risques était de quelque 13 p.c. à la fin de septembre 2002, soit nettement au-delà du minimum imposé par l'accord de Bâle sur les fonds propres. En fait, les principaux risques encourus par le secteur bancaire belge semblent moins liés aux fonctions traditionnelles qu'au développement de nouvelles activités. Celles-ci englobent non seulement les opérations de conseil en placement et de gestion d'actifs, par essence très dépendantes des conditions prévalant sur les marchés financiers, mais aussi, de plus en plus souvent, les services d'assurance.

...malgré les difficultés auxquelles la branche assurance est confrontée

L'intégration des activités de banque et d'assurance permet certes d'exploiter des synergies en matière de production et de distribution, mais les avantages que les groupes de bancassurance ont indirectement retirés, au cours des dernières années, de la meilleure rentabilité et de la solvabilité plus élevée de la branche assurance se sont récemment affaiblis, voire inversés. Dans le secteur des assurances, le rendement des portefeuilles de placement a, en effet, été



affecté par le recul des cours de bourse et par le faible niveau des taux à long terme. Si une telle situation perdurait, les entreprises d'assurances pourraient éprouver des difficultés pour livrer les taux de rendement garantis dans le cadre de certains contrats.

Les ménages sont revenus à des placements plus sûrs

La chute des cours des actions a également affecté le comportement financier des ménages. Les pertes de valeur subies par les portefeuilles et la volatilité accrue des cours boursiers ont renforcé l'aversion au risque des particuliers, qui se sont à nouveau tournés vers les placements à revenu fixe ou à rendement garanti, tels que les dépôts d'épargne, certaines assurances-vie et les parts de fonds indiciels avec protection du capital ou de fonds de placement en instruments du marché monétaire. Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt hypothécaires a contribué à un rebond de la demande de crédits au logement par les ménages.

Les pouvoirs publics ont tiré profit du faible niveau des taux d'intérêt et d'un regain de crédibilité

Les pouvoirs publics ont pu, eux aussi, se financer à des taux d'intérêt relativement bas. L'écart de taux de rendement entre les emprunts de référence à dix ans des États belge et allemand, qui avait atteint un sommet de plus de 40 points de base en mars 2001, s'est sensiblement amenuisé, revenant à moins de 15 points de base en décembre 2002. Constatant la détérioration des finances publiques en Allemagne et les évolutions budgétaires plus que satisfaisantes en Belgique, les opérateurs financiers ont manifestement réévalué les risques de crédit respectifs.

En dépit de l'altération conjoncturelle du solde budgétaire, un déficit a été évité pour la troisième année consécutive

Nonobstant le net ralentissement conjoncturel en 2001 et la reprise plus faible que prévu en 2002, les finances publiques belges sont restées en équilibre ou en surplus pendant trois années consécutives. Après l'excédent nominal de 0,4 p.c. du PIB (0,2 p.c. sans les recettes UMTS, à caractère unique) enregistré l'année précédente, les comptes de l'ensemble des pouvoirs publics se sont clôturés en équilibre au cours de l'année sous revue. Malgré cette légère dégradation du solde budgétaire nominal, le résultat reste remarquable.

La Belgique fait ainsi nettement mieux que la plupart de ses partenaires européens. Un important déficit budgétaire, qui peut être estimé à 2,3 p.c. du PIB, a été enregistré pour l'ensemble de la zone euro en 2002. La détérioration des comptes publics dans la zone a en outre été beaucoup plus marquée, tant par rapport à 2001 (-0,8 p.c. du PIB) qu'en comparaison des objectifs que les États membres avaient formulés pour 2002 dans les programmes de stabilité introduits à la fin de 2001 et au début de 2002 (-1,4 p.c. du PIB). D'après les chiffres actuellement disponibles de la Commission européenne, la Belgique fait partie, avec l'Espagne, le Luxembourg et la Finlande, des rares pays de la zone euro qui ont clôturé leur budget en équilibre ou en excédent en 2002, et, avec l'Espagne et la Finlande, elle figure parmi les seuls pays qui sont parvenus à atteindre l'objectif qu'ils s'étaient fixé.

L'effet négatif de la conjoncture et l'allègement des charges d'intérêts se sont quasiment neutralisés

Pour procéder à une évaluation correcte, il convient toutefois d'opérer une distinction entre l'incidence mécanique des évolutions économiques sur les finances publiques et l'influence de modifications dans la conduite de la politique budgétaire. L'effet négatif que la conjoncture a exercé sur le solde budgétaire, par le jeu des stabilisateurs automatiques, peut être estimé à quelque 0,6 point de pourcentage au cours de l'année sous revue. Lorsque les finances publiques sont suffisamment saines, c'est d'ailleurs une bonne chose, étant donné que le budget permet de cette manière de tempérer l'effet des fluctuations conjoncturelles sur les dépenses intérieures et joue donc un rôle stabilisateur.

La politique budgétaire, sauf par une gestion active de la dette, n'a guère d'emprise sur les charges actuelles d'intérêts de la dette publique. Ces débours sont en effet déterminés essentiellement par l'ampleur de la dette accumulée dans le passé et par le niveau des taux d'intérêt auxquels celle-ci a été contractée, lequel dépend à son tour de la situation générale sur les marchés financiers et du jugement porté sur la solvabilité des pouvoirs publics emprunteurs. En Belgique, une diminution des charges d'intérêts est devenue la règle depuis assez longtemps déjà, principalement en raison d'une dynamique de réduction de la dette. En 2002, à 0,5 p.c. du PIB, elle a même été supérieure au recul annuel moyen enregistré depuis 1995. En effet, outre la baisse tendancielle du taux implicite de la dette publique à long terme, le taux d'intérêt à court terme des certificats de trésorerie s'est nettement réduit.

Le recul du surplus primaire corrigé de l'incidence de la conjoncture indique que la politique budgétaire s'est quelque peu assouplie,

L'économie réalisée sur les charges d'intérêts a donc quasiment suffi à compenser l'effet négatif du ralentissement de l'activité sur les finances publiques, de sorte que la détérioration du solde total, qui a été de 0,4 point de pourcentage, est presque entièrement due à un recul du solde primaire corrigé de l'incidence de la conjoncture, qui constitue généralement un bon indicateur de l'orientation sous-jacente de la politique budgétaire.

... à la suite de l'allègement des charges fiscales et parafiscales...

Cet assouplissement structurel est essentiellement lié à la poursuite de l'allègement fiscal et parafiscal, sous la forme, entre autres, de la suppression progressive de la cotisation complémentaire de crise, de la réforme de l'impôt des personnes physiques, de la réduction additionnelle des cotisations de sécurité sociale – surtout patronales – décidée antérieurement, de l'abolition de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles et de l'adaptation des droits d'enregistrement en Flandre. L'effet de ces réductions de charges a été atténué quelque peu, il est vrai, par l'augmentation d'une série de taxes et de prélèvements de moindre importance décidée par les pouvoirs locaux.

...et de la légère accélération des dépenses primaires en termes réels

S'agissant des dépenses publiques primaires, leur croissance réelle s'est accélérée au cours de l'année sous revue : même après correction pour tenir compte de l'effet de facteurs occasionnels et conjoncturels, elle s'est élevée à quelque 2,2 p.c., contre 1,8 p.c. environ les deux années antérieures. L'accélération est toutefois attribuable exclusivement à un effet technique d'indexation, qui ne traduit pas un accroissement structurel des dépenses primaires. En effet, l'indexation des traitements et salaires de la fonction publique, ainsi que des revenus de remplacement, a eu lieu dès le début de l'année et a reflété l'inflation beaucoup plus élevée de l'année précédente, de sorte qu'elle a dépassé l'inflation effective de plus de 1 point de pourcentage en 2002. Le relèvement des revenus de remplacement les plus bas et l'adaptation au bien-être des pensions prises avant 1993 ont également contribué à la hausse des dépenses réelles. Le rythme de croissance réel des dépenses de soins de santé, qui avait été bien plus élevé que celui des autres dépenses primaires en moyenne au cours des dernières années, s'est par contre réduit, mais après une très forte augmentation en 2001.

Le rythme de repli du ratio de la dette publique s'est ralenti

À la suite notamment de la faible croissance économique et de la reprise de certaines dettes, la baisse du ratio de la dette publique a considérablement ralenti au cours des deux dernières années. En deux ans, la dette n'a régressé que de 3,5 points de pourcentage du PIB, alors qu'elle avait reculé d'environ 5 points de pourcentage par an en moyenne entre 1996 et 2000, il est vrai dans un contexte économique plus favorable et avec le concours de l'affectation de ventes d'actifs à sa réduction.



Défis à relever par les politiques monétaire, financière et économique

Les politiques ne peuvent entraver le processus d'ajustement de l'économie, mais doivent être axées sur la création d'un environnement stable

Lorsqu'une économie s'écarte de son sentier d'équilibre à la suite, par exemple, de « bulles » irrationnelles ou de perturbations exogènes, un ajustement est inéluctable. Cette correction provoque l'émergence de tensions et d'incertitudes, et les autorités sont davantage sollicitées en vue de stimuler l'économie à court terme ou, au moins, d'atténuer les retombées de l'ajustement.

Si l'on considère que le marasme économique et financier actuel est essentiellement lié à un sentiment d'incertitude généralisé, qui entraîne à son tour une volatilité accrue, la nécessité apparaît plutôt d'une politique macroéconomique qui garantisse la stabilité à moyen terme, privilégie la cohésion économique et sociale et renforce la capacité de résistance de l'économie face à des perturbations externes imprévues.

À cet égard, la création de l'euro a déjà permis à l'Europe de faire un grand pas en avant. La monnaie unique n'a pas seulement éliminé une source importante de distorsions et de tensions en supprimant les fluctuations des taux de change intérieurs, mais elle a aussi mis en évidence la nécessité d'un cadre cohérent de politique économique, axé sur la stabilité, et de la poursuite des réformes structurelles, qui doivent assurer un fonctionnement plus efficace du marché intérieur.

Ce cadre ne doit pas être vidé de sa substance. Le constat de manquements ne peut conduire à la remise en question des règles fondamentales, dans l'espoir d'apporter quelque apaisement à court terme, mais doit au contraire être un encouragement à affiner celles-ci et à développer de meilleures procédures d'application et de contrôle.

La politique monétaire doit avant tout insuffler la confiance dans le maintien de la stabilité des prix

Conformément au traité sur l'Union européenne, la politique monétaire de l'Eurosystème a pour mission de préserver la valeur interne de l'euro et, sans préjudice de cet objectif de stabilité des prix, d'apporter son soutien aux politiques générales de la Communauté, qui visent entre autres à promouvoir une croissance durable et non inflationniste et un niveau d'emploi élevé. Selon la définition opérationnelle donnée par l'Eurosystème, la stabilité des prix signifie que la hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone euro soit inférieure à 2 p.c. à moyen terme, ce qui exclut tant des situations de pressions inflationnistes trop importantes que de déflation.

Insuffler la confiance dans le maintien de la stabilité des prix reste, dans un temps d'incertitudes accrues, la principale contribution que la politique monétaire puisse apporter pour donner les meilleures chances de croissance à la zone euro. Tout d'abord, cette politique est moins encore que d'autres à même de corriger promptement les évolutions conjoncturelles. Étant donné que les modifications des taux d'intérêt à court terme influencent l'économie réelle avec des délais longs et variables et de manière diffuse, la recherche d'un effet rapide est largement illusoire. En outre, un activisme exagéré de la politique monétaire menace d'instiller le doute quant aux véritables objectifs de la banque centrale. Si les acteurs économiques et les marchés financiers estimaient que celle-ci accorde parfois la priorité au court terme plutôt qu'à la sauvegarde de la stabilité des prix, leurs anticipations inflationnistes augmenteraient durablement, de

même que la prime d'inflation comprise dans les taux d'intérêt à long terme, ce qui serait finalement plus nuisible que profitable aux perspectives de croissance. Enfin, un manque de liberté de manœuvre ou d'efficacité dans d'autres domaines de la politique économique doit être traité à la source et ne peut en aucun cas justifier une politique monétaire plus laxiste.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE n'en prend pas moins toujours en considération dans ses délibérations les perspectives conjoncturelles de la zone euro. Il a d'ailleurs de bonnes raisons pour ce faire, puisque l'intensité de la pression exercée par la demande est un déterminant important des risques qui pèsent sur la stabilité des prix. Mais les perspectives en matière de demande ne sont pas le seul élément décisif pour l'évolution ultérieure des prix. Il y a lieu de tenir compte aussi des évolutions monétaires, des facteurs d'offre et de l'incidence directe ou indirecte de chocs externes sur les prix, y compris l'évolution des cours de change. Un assouplissement de la politique ne peut être envisagé que lorsque l'appréciation d'ensemble de ces éléments offre suffisamment de garanties du maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

Une stratégie de politique monétaire fondée sur une assise large a donné au processus de décision une base solide dans un environnement économique incertain

En 2002, la conduite de la politique monétaire a été compliquée par un degré élevé d'incertitude, en particulier quant à la situation politique internationale et son incidence sur les prix du pétrole, quant à la correction de la surévaluation des actions et du cours de change du dollar des Etats-Unis, et enfin quant aux conséquences que ces évolutions pourraient avoir pour l'activité et les prix. Dans un tel contexte, l'analyse en profondeur de toute l'information disponible, organisée selon les deux « piliers » de la stratégie de la politique monétaire, a donné une base solide au processus de décision au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE.

La persistance de la vive expansion de la masse monétaire a essentiellement reflété des réallocations de portefeuille consécutives aux turbulences des marchés financiers

L'incertitude ambiante a considérablement affecté les évolutions monétaires, dont l'examen constitue le premier de ces piliers. La croissance de l'agrégat monétaire M3, qui s'était fortement accélérée au second semestre de l'année précédente, a continué à dépasser sensiblement la valeur de référence de 4 ½ p.c. en 2002. Cette vive expansion a été, certes, en partie due au bas niveau des taux d'intérêt, et donc du coût d'opportunité de la détention de monnaie, mais surtout à une préférence accrue pour la liquidité, liée à la volatilité et à la morosité des marchés boursiers. Le Conseil des gouverneurs a considéré que l'excès de liquidités ne risquait guère de créer des tensions inflationnistes, tant que la conjoncture demeurait hésitante. Cette opinion était confortée par le constat d'une croissance modérée des crédits au secteur privé, principale contrepartie de M3.

Le second pilier a signalé successivement une progression, une stabilisation et une réduction des risques inflationnistes à moyen terme

Les informations en provenance du second pilier de la stratégie ont fourni une image changeante au cours de l'année. En tirant les conclusions de leur examen, le Conseil des gouverneurs a tenu compte de deux impératifs: l'existence de longs délais de transmission des impulsions de politique monétaire requiert d'agir par anticipation, mais l'incertitude oblige à ne pas surréagir aux nouvelles informations, voire à attendre confirmation de certaines inflexions qui semblent se dessiner.

Ainsi, au printemps, le risque d'inflation s'est progressivement renforcé, en raison notamment du renchérissement du pétrole, d'une certaine accélération des coûts salariaux et de signes confirmant une reprise continue de l'activité. L'incertitude quant à l'ampleur de celle-ci, jointe à l'effet modérateur que l'appréciation de l'euro pouvait exercer sur les prix, a cependant conduit le



Conseil des gouverneurs à ne pas relever les taux d'intérêt. Les événements des mois suivants lui ont donné raison. En effet, les perspectives conjoncturelles se sont à nouveau assombries et les risques affectant l'évolution future des prix sont devenus plus équilibrés.

L'assombrissement des perspectives conjoncturelles a conduit le Conseil des gouverneurs à baisser les taux d'intérêt de 50 points de base en décembre

La morosité conjoncturelle persistante et la stabilisation du cours de change effectif de l'euro à un niveau qui, en novembre, était supérieur d'environ 6 p.c. à la moyenne de 2001 ont ensuite amené le Conseil des gouverneurs à conclure que, abstraction faite de chocs imprévisibles, la hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone euro devrait revenir sous le seuil de 2 p.c. en 2003. Même si le niveau des taux d'intérêt à court et à long termes n'avait jamais constitué un obstacle à la reprise de l'activité, le Conseil a donc décidé, le 5 décembre, de baisser le taux directeur de l'Eurosystème de 50 points de base, à 2,75 p.c., soucieux de contribuer ainsi à restaurer la confiance et à atténuer les risques à la baisse pesant sur la croissance.

Dans quelle mesure la politique monétaire doit-elle tenir compte des évolutions boursières?

Étant donné le marasme boursier qui a caractérisé l'année sous revue, les conséquences possibles d'une telle situation sur la conduite de la politique monétaire méritent un plus ample commentaire. Les cours des actions sont pris en considération dans l'orientation de cette politique dans la mesure où ils sont révélateurs des attentes relatives à l'activité et aux prix et où ils influencent les comportements de consommation et d'investissement. En revanche, il ne peut être question d'accorder la politique monétaire aux fluctuations boursières ou de viser une stabilisation des cours. D'une part, les autorités ne disposent pas d'informations privilégiées qui leur permettraient d'établir mieux que les participants au marché le niveau d'équilibre de ces cours. D'autre part, les taux d'intérêt ne sont pas un instrument approprié pour corriger les prix d'un marché particulier, puisqu'ils exercent une influence sur l'ensemble de l'économie.

La banque centrale doit plus encore s'abstenir de réagir exclusivement aux baisses de cours, ce qui ne ferait qu'encourager le développement de bulles spéculatives à l'avenir. Elle peut tout au plus envisager d'intervenir en cas de brusque montée de l'aversion au risque, qui se manifesterait également sur les marchés des obligations et des crédits, notamment si celle-ci engendrait une menace d'instabilité financière.

La surveillance des évolutions de la monnaie et du crédit dans le cadre du premier pilier de la politique monétaire de l'Eurosystème peut contribuer à restreindre les risques d'emballlement des prix d'actifs. En outre, l'évolution de ces prix compte, dans le second pilier, dans la mesure, relativement limitée, de son influence sur la demande de biens et services.

Un dépassement temporaire de la limite supérieure de la définition donnée à la stabilité des prix n'a pas nui à la crédibilité de la politique monétaire

Le principal fil conducteur de la politique monétaire reste dès lors le maintien de la stabilité des prix à moyen terme, qui requiert de combattre tant les risques d'inflation que de déflation. Les premiers sont demeurés prédominants, mais l'action de l'Eurosystème, au cours des quatre premières années d'existence de l'euro, a permis de les maîtriser, bien qu'une succession de chocs ait temporairement porté la progression de l'indice des prix à la consommation au-dessus de 2 p.c. Le faible niveau des anticipations inflationnistes à moyen et long termes, telles que les révèlent les enquêtes auprès des prévisionnistes, et de la prime pour le risque d'inflation contenue dans les taux d'intérêt à long terme témoignent de la crédibilité de l'Eurosystème à cet égard.

Le Conseil des gouverneurs a néanmoins décidé de procéder à une évaluation de sa stratégie

Le cadre stratégique de la politique monétaire, tel qu'il a été défini en 1998, a assurément servi cette crédibilité, notamment en précisant l'objectif principal assigné par le traité de Maastricht à l'Eurosystème et en permettant l'utilisation structurée de toute l'information disponible, d'ordre monétaire, réel et financier. Au terme de quatre années d'application de cette stratégie, le Conseil des gouverneurs de la BCE a cependant estimé que le temps était venu d'une évaluation en profondeur, à laquelle il procédera au cours du premier semestre de 2003. Si aucun changement majeur ne s'impose avec évidence, une telle réflexion pourrait néanmoins déboucher sur certaines améliorations et éclaircir la communication, parfois perturbée par une trop grande attention portée par le monde extérieur aux fluctuations de court terme de l'IPCH ou de M3.

Le système financier a bien résisté à une succession de chocs...

Bien que le système financier mondial ait été soumis, ces derniers temps, à de nombreuses turbulences, les établissements de crédit ont remarquablement bien résisté. Il n'en reste pas moins que ces perturbations successives ont mis le système financier sous pression. Dans ce contexte, les autorités doivent s'atteler à une double tâche : d'une part, renforcer la capacité des marchés financiers à faire face aux chocs et, d'autre part, assurer les conditions permettant à la discipline de marché de s'exercer de manière optimale.

La faculté de résistance du système financier s'est incontestablement accrue au cours des dernières années. Un exemple en a été donné lors des événements du 11 septembre 2001, qui ont mis à l'épreuve la solidité et l'efficacité des infrastructures de paiement et de règlement. Une évolution en profondeur s'est aussi opérée dans les modes de gestion interne des risques par les intermédiaires financiers et dans les instruments utilisés à cet effet. Ces avancées ne s'effectuent toutefois pas au même rythme sur tous les marchés. Dans un tel contexte, il n'est pas exclu que le renforcement de la structure financière de certains intervenants s'effectue au détriment d'autres, amenés à assumer, directement ou indirectement, des risques qu'ils sont peut-être moins à même de maîtriser. Au surplus, les informations très partielles relatives à l'usage de certains instruments complexes, tels les dérivés de crédit, ne permettent guère de mesurer l'ampleur des transferts et des concentrations de risques qui leur sont associés.

...mais la modification des facteurs de risque appelle une réponse appropriée et une vigilance accrue...

Il est très probable qu'une partie des risques de crédit s'est récemment reportée sur les investisseurs finals, ce qui pourrait avoir des conséquences sur le fonctionnement des marchés financiers. En ayant suscité un regain d'intérêt pour les placements bancaires moins risqués, le malaise boursier réduit sans doute à présent les possibilités de financement par émissions de valeurs mobilières.

...en particulier dans le domaine des assurances

La sensibilité des investisseurs institutionnels et, en particulier, des compagnies d'assurances à l'évolution des cours boursiers constitue un autre sujet de préoccupation. Au cours des dernières années, ces compagnies avaient pu s'appuyer sur les plus-values enregistrées sur leurs portefeuilles de valeurs mobilières pour compenser la faiblesse de leurs résultats techniques en assurance non-vie, ou pour constituer les provisions nécessaires à la couverture de contrats d'assurance-vie à rendement garanti. En ayant tari cette source de revenus, le repli des cours n'affecte pas les seules compagnies d'assurances, mais a deux conséquences à portée plus large. D'une part, dans le domaine de l'assurance non-vie, où certains dommages très lourds ont récemment surgi, la couverture de certaines catégories de risques pourrait devenir encore plus coûteuse, voire impossible à obtenir dans certains pays, ce qui pourrait peser sur l'activité économique. D'autre part, la constitution de conglomerats financiers associant les métiers de banque et d'assurance a accru les risques de contagion.



L'estompement des frontières entre les branches incite les autorités de surveillance à intensifier leur collaboration et à affiner la réglementation et les procédures de contrôle

En réponse, il est essentiel que les diverses autorités de surveillance coordonnent étroitement leur action et entretiennent un dialogue régulier avec l'ensemble de la communauté financière. Ces exigences s'imposent tant à la supervision, afin d'assurer une réaction rapide et adéquate en cas de chocs, qu'en matière de réglementation, qui doit être constamment adaptée à l'évolution des marchés.

Dans ce but, le Conseil Ecofin a notamment décidé d'étendre à l'ensemble des services financiers les procédures qui avaient été conçues par le « comité Lamfalussy » pour les marchés de valeurs mobilières. Ce faisant, le Conseil a voulu tenir compte tant des particularités respectives de la banque et de l'assurance que des multiples rapprochements qui tendent à estomper les frontières entre certaines activités de ces deux branches. Il a donc prévu la possibilité d'ajouter ultérieurement au nouvel arrangement une filière spécifique pour les conglomérats financiers et a consacré le rôle important joué par les banques centrales dans la surveillance macroprudentielle. Il est symptomatique de constater que cette double préoccupation a aussi inspiré la réforme de la surveillance du système financier en Belgique.

La nouvelle législation belge inaugure une réforme profonde de la surveillance financière et renforce le rôle macroprudentiel de la Banque

La loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers a, en effet, vu l'aboutissement de la plus importante réforme de la surveillance du secteur financier depuis la création de la Commission bancaire en 1935. Outre la réorganisation du contrôle des marchés de valeurs mobilières ainsi que de l'administration et du fonctionnement de la Commission bancaire et financière et de l'Office de contrôle des assurances, la loi a expressément confirmé les compétences macroprudentielles de la Banque et a confié à cette dernière un rôle de coordination. Celui-ci se matérialisera par l'examen des questions d'intérêt commun au sein de deux organes de coupole présidés par le gouverneur de la Banque, ainsi que par l'obligation de collaboration étroite imposée par le législateur pour dégager un maximum de synergies. Enfin, en vue d'apporter une prise en compte de la dimension macroprudentielle, voire macro-économique, aux délibérations en matière de supervision microprudentielle, il est prévu que, abstraction faite des présidents respectifs, la moitié des membres des nouveaux comités de direction de la CBF et de l'OCA seront choisis parmi les membres du comité de direction de la Banque.

Cette réforme, qui a d'ailleurs été bien accueillie tant par la BCE que par le FMI, vise à renforcer la contribution de la surveillance prudentielle au bon fonctionnement du système financier. La réalisation de cet objectif relève toutefois avant tout de la responsabilité des opérateurs eux-mêmes, tant au sein du secteur financier qu'en dehors. La discipline de marché, fondée sur un système de contrôles et d'équilibres, doit jouer un rôle primordial à cet égard.

L'approfondissement de la discipline de marché et des principes de « gouvernance d'entreprise » est tout aussi essentiel pour la préservation de la stabilité financière

Pour que les mécanismes de marché puissent exercer adéquatement cette fonction, tous les participants doivent avant tout disposer d'informations complètes, fiables et aisément accessibles. En ce qui concerne le secteur financier, le Comité de Bâle a souligné que la publication d'informations financières appropriées est essentielle pour une évaluation correcte du profil de risque des banques. Les sociétés non financières doivent aussi consentir des efforts substantiels sur ce plan. Les données de base, fournies par les entreprises elles-mêmes, sont déjà soumises à un large examen de réviseurs, de sociétés d'audit et de notation, d'analystes financiers ou encore d'organes de surveillance. La diversité de ces intervenants devrait en principe améliorer la fiabilité de ces déclarations. Plusieurs scandales comptables et faillites ont néanmoins récemment mis au jour des lacunes importantes dans ce domaine.

Bien que ces informations constituent essentiellement un bien collectif, ce sont le plus souvent les entreprises qui, directement ou indirectement, doivent en assumer le coût, ce qui peut créer des conflits et des confusions d'intérêts. Ainsi, le recours à des méthodes visant à flatter les résultats d'exploitation peut à la fois servir les intérêts des gestionnaires, souvent rémunérés sous la forme d'options sur les titres de leur société, des analystes financiers, qui cherchent à obtenir des contrats d'émissions d'actions en échange d'évaluations favorables, ou encore des réviseurs, qui, en adoptant une attitude souple, tentent d'élargir l'éventail des missions qui leur sont confiées. Les premières victimes de ces agissements sont les investisseurs et les autres opérateurs qui dépendent de ces informations biaisées pour évaluer leurs risques de placement ou de crédit. Dans une perspective plus large, c'est l'ensemble de l'économie qui en souffre, puisque l'allocation efficace des ressources est perturbée.

Pour remédier à de tels abus, il faudra avant tout chercher à renforcer les structures de la « gouvernance d'entreprise » (*corporate governance*), sans perdre de vue les différences substantielles qui peuvent exister d'un pays à l'autre. En cette matière, comme pour l'ensemble des mesures visant à promouvoir la stabilité financière, la multiplicité des acteurs et des intérêts en présence plaide en faveur d'une approche équilibrée associant une adaptation de la réglementation, une structure de supervision efficace et un renforcement de la discipline de marché.

Des finances publiques fondamentalement saines sont indispensables au bon fonctionnement de l'UEM...

Un même souci de stabilité doit inspirer la politique budgétaire. Des finances publiques fondamentalement saines sont, en effet, indispensables pour assurer la cohésion au sein de l'union monétaire. La première raison en est qu'un dosage équilibré entre la politique monétaire, par définition unifiée et centralisée, et la politique budgétaire, largement décentralisée, suppose que, dans les divers États membres, il ne se produise pas de dérapages durables, dont les conséquences toucheraient les pays partenaires par le biais du niveau des taux d'intérêt et des relations financières et commerciales.

...et à l'absorption, sans risque de dérapage, des fluctuations de la conjoncture

La seconde raison en est que seuls des budgets structurellement équilibrés fournissent une marge de manœuvre maximale permettant de laisser libre cours au jeu des stabilisateurs automatiques, de façon symétrique, sans compromettre à terme le caractère soutenable des finances publiques. L'engagement que les États membres ont contracté dans le pacte de stabilité et de croissance, qui consiste à viser « à moyen terme une position budgétaire en équilibre ou en excédent », ne doit donc en aucune façon être considéré comme un carcan exagérément rigide, mais a précisément pour objectif de donner aux autorités nationales la flexibilité nécessaire pour adapter leur politique budgétaire aux circonstances économiques changeantes. Si certains États de la zone euro – surtout les plus grands – ont éprouvé des difficultés à respecter cet engagement au cours de l'année sous revue, c'est avant tout parce qu'ils n'avaient pas suffisamment progressé dans l'assainissement de leur situation budgétaire fondamentale au cours de la période précédente, lorsque la croissance était beaucoup plus forte. À présent que la situation économique est moins favorable, ce manque d'ambition leur porte bien entendu préjudice, étant donné que les réductions d'impôts ou les augmentations de dépenses engagées précédemment sont difficilement compatibles avec les règles européennes. Les pressions politiques exercées en vue de rendre le pacte un peu moins contraignant lancent toutefois un mauvais signal, qui ne peut qu'aggraver la perte de confiance.



Les problèmes qui sont apparus au cours de l'année sous revue doivent, au contraire, être une incitation à clarifier les règles existantes, à définir plus précisément et à rendre plus transparents les rapports que les États membres sont obligés de fournir et à améliorer les procédures de surveillance multilatérale. À cet égard, les propositions visant à renforcer la coordination des politiques budgétaires, que la Commission européenne a formulées dans le courant du mois de novembre, vont globalement dans la bonne direction.

L'équilibre des finances publiques en Belgique ne peut être un motif de relâchement

Les finances publiques belges se trouvent heureusement dans une situation plus sûre. Au cours des deux dernières années, l'effet du ralentissement de la croissance a été bien maîtrisé, grâce au choix d'hypothèses macroéconomiques prudentes lors de la confection du budget, à un étalement dans le temps de la mise en œuvre d'initiatives importantes, telles que la réforme fiscale et la réduction des cotisations de sécurité sociale, à un suivi rigoureux et, le cas échéant, à la correction des évolutions budgétaires en cours d'année. Il convient aussi de mentionner la convention du 15 décembre 2000 entre l'État fédéral, les communautés et les régions, qui a contribué à la coordination des politiques budgétaires respectives en déterminant la contribution des uns et des autres à la réalisation des objectifs budgétaires pour la période 2001-2005.

Les résultats obtenus jusqu'à présent ne peuvent toutefois être un motif de complaisance. Les finances publiques subissent également quelques pressions en Belgique, comme le signale la légère détérioration du solde budgétaire au cours de l'année sous revue, la première depuis 1992. En outre, par suite de la conjoncture décevante, les objectifs du programme de stabilité ont dû être ajustés à la baisse pour la deuxième année consécutive: en novembre 2001, l'excédent de 0,3 p.c. du PIB prévu initialement pour 2002 a été ramené à un équilibre; dans le nouveau programme de stabilité de novembre 2002, c'est également un solde nul qui a remplacé l'excédent de 0,5 p.c. du PIB d'abord envisagé pour 2003.

Le niveau élevé de la dette publique, les réformes fiscales et les charges prévisibles du vieillissement incitent à maintenir la discipline budgétaire...

Étant donné le haut niveau de la dette, qui s'élevait encore à plus de 106 p.c. du PIB à la fin de 2002, et le vieillissement de la population, qui grèvera de plus en plus le budget à partir de la prochaine décennie, il est important de revenir dans les plus brefs délais à la trajectoire budgétaire définie précédemment. Dans un premier temps, il faut veiller scrupuleusement à ce que le nouveau programme de stabilité soit exécuté dans son intégralité, ce qui implique au minimum la réalisation d'un excédent de 0,5 p.c. du PIB en 2005 et l'affectation, comme par le passé, d'éventuels bonis conjoncturels, pour l'essentiel, à l'accélération du désendettement. Selon de récents calculs du Conseil supérieur des finances, des surplus budgétaires suffisamment élevés, atteignant jusqu'à 1,5 p.c. du PIB en 2010, devront également être dégagés les années suivantes pour pouvoir faire face, sans risque de nouveau dérapage, à l'incidence des évolutions démographiques sur les dépenses publiques.

Comme la pression fiscale et parafiscale pesant sur les revenus du travail en Belgique est encore parmi les plus élevées d'Europe, la majeure partie des réductions de charges consenties pourra incontestablement contribuer utilement au renforcement de l'assise économique et à la création d'emplois et, à terme, concourir à l'accentuation du potentiel de croissance de l'économie. Mais il convient que leur mise en œuvre reste compatible avec la trajectoire de consolidation fixée pour les finances publiques.

De toute évidence, la réalisation de ces objectifs nécessitera le maintien d'une discipline budgétaire rigoureuse. Seules une perception correcte des recettes publiques et une parfaite maîtrise des dépenses permettront d'inscrire l'ensemble des initiatives récemment prises dans la marge disponible. Ainsi, compte tenu du coût de ces décisions estimé par le gouvernement, et de la poursuite attendue de l'allègement des charges d'intérêts, une amélioration du solde budgétaire, qui passerait d'un équilibre en 2003 à un excédent de 0,9 p.c. du PIB en 2007, soit à l'issue de la prochaine législature, n'est possible que si la croissance des recettes, abstraction faite des mesures déjà adoptées, évolue parallèlement à l'activité économique et si les dépenses primaires à prix constants progressent en moyenne de quelque 0,5 point de pourcentage moins vite que le PIB.

...et à accorder plus d'attention à la qualité intrinsèque et à l'efficacité des interventions publiques

Vu l'étroitesse des marges budgétaires, il convient enfin d'accorder une attention toute spéciale à la qualité intrinsèque des interventions publiques. Une plus grande sélectivité doit être opérée tant du côté des recettes que des dépenses, en faveur de celles qui sont les plus économiquement ou socialement justifiées. Ainsi, dans un contexte de vieillissement de la population, certains besoins sociaux devront encore être rencontrés. Par ailleurs, il est particulièrement inquiétant de constater que, en Belgique, les investissements nets des pouvoirs publics ont été légèrement négatifs au cours de la décennie passée, ce qui signifie que le stock de capital public s'est réduit, alors qu'une progression de 1,3 p.c. du PIB par an a été observée en moyenne dans l'UE. De même, les dépenses publiques de recherche et de développement sont nettement inférieures à la moyenne de l'UE. Il faudrait même qu'elles doublent quasiment pour que l'objectif de 1 p.c. du PIB, défini au niveau européen à Lisbonne, soit atteint d'ici 2010.

La remontée conjoncturelle du chômage rappelle l'importance de réformes du marché du travail axées sur...

La remontée conjoncturelle du nombre de demandeurs d'emploi rappelle la nécessité de poursuivre les réformes visant à réduire durablement la composante structurelle du chômage, toujours prédominante. Dans le passé, la politique poursuivie a longtemps consisté à encourager les retraits anticipés de la vie active. Des ajustements sont pourtant nécessaires, car cette politique met en péril les possibilités d'expansion de l'économie, certainement en période de haute conjoncture, en privant les entreprises d'une partie de la réserve de main-d'œuvre, alors que dans le même temps, des pénuries sont observées dans un certain nombre de professions.

...le relèvement du taux de participation, notamment des travailleurs âgés,

Aussi, dans le cadre du processus de Luxembourg, la politique de l'emploi s'est davantage focalisée sur la nécessité de relever le taux d'emploi. Dans cette optique, le sort des travailleurs âgés fait l'objet de multiples attentions. Leur participation au marché du travail, qui, en Belgique, figure encore parmi les plus faibles d'Europe, devrait être stimulée par une série de mesures récemment entrées en vigueur, telles qu'une réduction des cotisations de sécurité sociale ciblée sur les travailleurs âgés, le tutorat, le crédit-temps, l'obligation de reclassement professionnel et la modification du régime des chômeurs âgés. Des efforts supplémentaires devront sans doute être accomplis à l'avenir pour accroître l'attrait relatif d'une prolongation de la vie active.

...l'élimination des distorsions entre la demande et l'offre,

Une politique d'élargissement de l'offre de main-d'œuvre, telle qu'elle est progressivement mise en place, aurait toutefois peu de sens si elle ne s'accompagnait pas d'une volonté d'améliorer l'adéquation entre les profils des demandeurs d'emploi et les caractéristiques des postes de travail offerts. En effet, l'importance du chômage de longue durée et la persistance d'un nombre élevé de postes vacants démontrent que le marché belge du travail est toujours



caractérisé par une distorsion considérable entre les compétences offertes et recherchées. Celle-ci se reflète aussi dans les disparités importantes des chiffres du chômage, à la fois sur le plan géographique et sur le plan de la qualification. Les efforts consentis en vue d'accroître la mobilité des travailleurs, tant à l'intérieur des régions qu'entre celles-ci, demeurent insuffisants. À ce propos, la Commission européenne recommande particulièrement une meilleure coordination des activités des services régionaux de l'emploi, ainsi qu'une plus grande intégration des politiques fédérale et régionales. En ce qui concerne les initiatives en matière d'éducation et de formation tout au long de la vie, les instances européennes épinglent la nécessité d'une stratégie globale, stigmatisant une fois de plus la cohérence encore insuffisante des actions menées par les diverses autorités compétentes.

...une intensification des efforts consentis en matière de formation permanente,

La formation permanente des travailleurs ne relève toutefois pas de la seule responsabilité des pouvoirs publics. Les partenaires sociaux se sont accordés sur un objectif ambitieux en la matière, ainsi qu'en témoignent notamment les accords interprofessionnels conclus depuis 1998, qui assignent un objectif quantifié à moyen terme à l'effort pécuniaire que les entreprises doivent consentir pour la formation de leurs travailleurs. Selon les bilans sociaux, les moyens dégagés à cet effet sont passés de 1,2 p.c. de la masse salariale en 1996 à 1,4 p.c. en 2000. Bien que les statistiques disponibles en la matière présentent encore des lacunes, il semble, toutefois, que ces dépenses soient restées nettement en deçà du niveau observé en moyenne dans l'Union européenne et, surtout, dans les trois principaux pays voisins. Un tel retard enregistré en période de haute conjoncture est d'autant plus préoccupant que la politique de formation est parmi les premières à subir les conséquences d'un retournement conjoncturel, comme en atteste le recul de l'ensemble des indicateurs de formation dans les bilans sociaux relatifs à l'exercice 2001.

...et la poursuite de la rationalisation de la politique de l'emploi

Pour favoriser la demande de travail, la politique de l'emploi a engendré au fil du temps une multitude de mesures dont l'efficacité n'est pas toujours établie. Pour lutter contre cette dérive, le gouvernement, sur proposition des partenaires sociaux, a décidé de rationaliser, à l'horizon de 2004, la vingtaine de plans d'aide à l'embauche fondés sur des abaissements de cotisations de sécurité sociale et de leur substituer un système de réductions structurelles pour tous, couplées à des baisses spécifiques s'adressant à certains groupes cibles.

Les forces du marché et le déficit d'emplois imposent aussi une attitude responsable dans la formation des salaires,

Le relèvement du taux d'emploi est par ailleurs étroitement lié à la maîtrise de l'évolution des coûts salariaux, tant vis-à-vis du prix de revient des autres facteurs de production, afin d'atténuer la substitution du travail par le capital, que par rapport au coût du travail à l'étranger, de manière à préserver la compétitivité des entreprises. Comme indiqué ci-dessus, les évolutions récentes survenues sur le marché du travail et la progression plus vive que dans les pays européens partenaires des coûts de la main-d'œuvre par unité produite, incitent à faire montre d'une vigilance accrue.

...compte tenu des besoins spécifiques et des possibilités des différentes branches d'activité et catégories professionnelles

En dépit de l'incertitude qui entache toute tentative de normer ex ante l'évolution des salaires, l'évolution des coûts salariaux par rapport à l'étranger demeure, dans une économie aussi ouverte que la Belgique, une des données cruciales que la concertation salariale ne peut ignorer. Comme dans le reste de l'économie, les forces du marché finiront par prévaloir dans le domaine de la formation des salaires. C'est d'ailleurs inévitable, car une norme salariale unique ne peut tenir compte de la situation spécifique de chaque branche d'activité en matière de concurrence et d'emploi. Dans la mesure où elles soulignent

l'importance que revêt la maîtrise des salaires, tant du point de vue de la compétitivité que de l'emploi, les analyses et procédures qui sont à l'origine de la concertation salariale interprofessionnelle peuvent néanmoins jouer utilement un rôle de coordination et d'exemple.

Les efforts que les partenaires sociaux ont déployés pour dégager un compromis, à la fin de 2002, dans un contexte économique difficile, témoignent de cette préoccupation. La norme salariale indicative de 5,4 p.c. proposée pour la période 2003-2004 peut être qualifiée de raisonnable. Il est en outre louable que les partenaires sociaux aient prévu une marge de manœuvre permettant de tenir compte, lors des négociations au niveau sectoriel, du caractère incertain des prévisions économiques et de la situation spécifique des différentes branches d'activité, et qu'ils aient insisté pour que les augmentations salariales à convenir soient autant que possible reportées à 2004, de manière à préserver les chances d'un redressement économique rapide.

Des réformes structurelles doivent être le gage d'une plus grande efficacité économique sur les marchés de biens et de services,

Le processus de Cardiff, qui a été lancé par le Conseil européen en 1998, place les réformes structurelles des marchés de produits au premier plan des préoccupations de la politique économique. Un meilleur fonctionnement de ces marchés et l'intensification de la concurrence ne constituent pas un but en soi, mais doivent contribuer à accroître l'efficacité afin de soutenir le potentiel de croissance de l'économie. En outre, la généralisation de marchés plus concurrentiels réduit les risques d'asymétries dans le mode de fixation des prix des différents secteurs, ce qui favorise la rapidité et l'uniformité de la transmission des impulsions de politique monétaire aux divers segments des marchés de produits.

Étant donné sa petite taille et l'ouverture qui en résulte, l'économie belge se caractérise de longue date par un haut degré de concurrence sur les marchés de biens. En ce qui concerne les services, en particulier ceux fournis par les industries dites de réseau, la situation reste moins bonne, malgré les progrès incontestables des dernières années.

La libéralisation est la plus aboutie dans le secteur des télécommunications, qui est entièrement ouvert depuis janvier 1998. Il apparaît toutefois que la concurrence reste faible sur le segment local du marché de la téléphonie fixe. S'agissant du secteur de l'énergie, qui relève en partie de la compétence des régions, l'ouverture du marché progresse à un rythme différent dans les trois régions. Tant en Flandre et en Wallonie qu'à Bruxelles, le marché de l'électricité et du gaz est actuellement libéralisé pour les clients industriels, grands et moyens. En Flandre, il le sera même intégralement vers juillet 2003, en avance sur le calendrier européen. Il convient néanmoins de constater que la concurrence effective est restée assez limitée jusqu'à présent sur les marchés déjà libéralisés. En ce qui concerne les services postaux, le marché est à présent libéralisé pour les gros envois. Enfin, dans le secteur du rail, seuls certains segments du transport de marchandises ont été ouverts à la concurrence au début de l'année sous revue.

...et dans le secteur public

Par ailleurs, plusieurs études ont montré que l'économie belge ploie sous des frais administratifs élevés, qui constituent une entrave, en particulier, à la création de nouvelles entreprises. En réaction, les pouvoirs publics visent une plus grande efficacité de l'administration fédérale au moyen de l'ambitieux plan Copernic, tandis que des dispositions ont été prises au cours de l'année sous revue en vue d'une simplification administrative, notamment par le biais de l'« e-government ».



Conclusion

Les conditions essentielles pour une relance restent présentes...

En 2002, la situation économique, dans le monde, en Europe et en Belgique, a été marquée par une incertitude inhabituelle et une confiance chancelante. Cependant, ni les États-Unis ni l'Europe ne sont entrés dans une récession et le système financier a assez bien résisté aux chocs. En outre, l'économie européenne ne souffre pas de grands déséquilibres et les taux d'intérêt y sont restés particulièrement bas, de sorte que les conditions d'une relance sur une base globalement saine restent réunies.

...mais une approche plus dynamique des réformes structurelles renforcerait les chances de croissance de l'Europe

L'absence d'une dynamique interne suffisamment forte continue toutefois à desservir l'Europe. Aussi faut-il intensifier les efforts consistant, au moyen de réformes structurelles, à améliorer le fonctionnement du marché intérieur et à moderniser l'économie, à en assouplir les rouages et à la rendre plus résistante aux chocs extérieurs. Comme tout processus de changement, de telles réformes peuvent susciter le doute et provoquer des résistances. Néanmoins, l'expérience de quelques États membres de l'UE prouve qu'une approche dynamique de la stratégie de Lisbonne peut donner rapidement des résultats et renforcer durablement les chances de croissance, à condition de reposer sur une vision cohérente et une mise en œuvre crédible.

Le cadre de politique macroéconomique axé sur la stabilité ne peut être remis en question

Au cours de la décennie écoulée, les préparatifs et la réalisation de l'union monétaire européenne ont été un important aiguillon à la création d'un cadre macroéconomique axé sur la stabilité. À présent que les conditions sont un peu moins bonnes pour l'Europe, la tendance à relâcher les rênes semble apparaître çà et là. Il convient pourtant de se méfier d'initiatives politiques irréflechies, qui se limitent à vouloir donner une impulsion artificielle à court terme à l'activité économique. De pareilles mesures risquent de retarder l'adaptation indispensable de l'économie et il n'est pas sûr, en outre, que ce soit la manière appropriée de dissiper le doute et la méfiance. En période d'incertitude, les entreprises et les consommateurs ont précisément besoin de points d'appui qui leur redonnent confiance dans les perspectives d'avenir. Des politiques, monétaire et budgétaire, axées sur la stabilité peuvent y contribuer dans une large mesure.

Le degré d'ouverture de l'économie belge requiert à la fois flexibilité et résistance aux chocs

En raison de son degré d'ouverture élevé, l'économie belge est exposée, plus que d'autres encore, aux influences de l'extérieur. C'est pourquoi il faut un cadre économique qui soit à la fois suffisamment flexible pour s'adapter rapidement aux chocs externes, et suffisamment robuste pour faire face aux évolutions adverses et éviter l'apparition de nouveaux déséquilibres.

Pour préserver les acquis de l'État-providence, il convient de trouver une réponse appropriée au défi externe de la concurrence internationale...

La Belgique appartient aux pays les plus prospères du monde. Cette prospérité pourrait toutefois s'éroder si ceux qui en recueillent aujourd'hui les fruits perdaient de vue l'ardeur au travail, l'esprit d'entreprise et le dynamisme qui ont été nécessaires pour la créer.

La mondialisation et l'intensification de la concurrence internationale obligent déjà actuellement les entreprises à réagir plus promptement aux évolutions du marché et aux changements des techniques, ainsi qu'à faire un usage plus rationnel des moyens de production disponibles, ce qui se traduit, entre autres, par une demande de personnel plus qualifié et une pression de travail accrue, tandis que les pouvoirs publics se voient contraints d'alléger les charges collectives et d'agir le plus efficacement possible avec les moyens dont ils disposent.

...et au défi interne du vieillissement

Outre ces pressions extérieures, la prospérité du pays pourrait aussi être affectée au cours des prochaines années par le vieillissement de la population. Pour y faire face, une démarche globale est nécessaire. Celle-ci doit, d'une part, prévoir une marge budgétaire suffisante afin de garantir aux personnes âgées, sans cesse plus nombreuses, un revenu décent et des soins appropriés et, d'autre part, viser au renforcement de l'assise économique par un relèvement du taux d'emploi et du potentiel de croissance.

Le premier objectif ne peut être réalisé que si les finances publiques sont structurellement saines. En Belgique, où la dette publique dépasse toujours le produit intérieur, malgré les efforts déjà fournis, tout doit donc être mis en œuvre afin de réduire suffisamment la charge de cet endettement avant que le vieillissement ne fasse sentir pleinement ses effets sur le budget. L'augmentation du taux d'emploi suppose, entre autres, de meilleurs incitants à entrer sur le marché du travail ou à rester actif, une formation appropriée et un recyclage permanent, ainsi que l'amélioration des conditions de travail. Une politique responsable de formation des salaires est également essentielle à cet égard, parce qu'elle favorise l'intensité en main-d'œuvre de la croissance économique. Enfin, la poursuite de la dynamisation des marchés de biens et de services ainsi que de l'appareil public, un plus grand souci du maintien d'une infrastructure appropriée et des efforts suffisants en matière de recherche et de développement peuvent contribuer à promouvoir l'efficacité économique et à susciter un climat d'investissement attrayant.

La faiblesse de la conjoncture actuelle ne peut être une excuse pour différer ce programme de réformes, qui est la condition nécessaire pour atteindre une croissance plus forte et plus durable.

Bruxelles, le 29 janvier 2003





1. Environnement international

1.1 Vue d'ensemble

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale s'est légèrement redressé, de 2,2 p.c. en 2001 à 2,6 p.c. pendant l'année sous revue, principalement sous l'impulsion de la reprise aux États-Unis et dans les pays émergents d'Asie. En revanche, l'activité économique a encore reculé au Japon et la croissance de la plupart des autres régions du monde, notamment celle de la zone euro, s'est maintenue à un niveau très modeste ou s'est même ralentie. En Chine, par contre, le taux de croissance a, comme les

années précédentes, dépassé 7 p.c., ce qui a contribué à soutenir la demande dans le reste de l'Asie et, par ricochet, dans le monde.

Nonobstant le fléchissement de la croissance en moyenne annuelle dans la zone euro et au Japon, ces deux économies ont bénéficié en cours d'année d'un mouvement de reprise, mais celui-ci a été plus lent et moins marqué qu'aux États-Unis. Dans ce pays, le redressement, soutenu par le caractère résolument expansionniste des politiques budgétaire et monétaire, s'était en effet amorcé dès le

TABLEAU 1 CROISSANCE DES PRINCIPALES ÉCONOMIES DU MONDE
(pourcentages de variation du PIB à prix constants par rapport à l'année précédente)

	2000	2001	2002	p.m. Poids dans l'économie mondiale ⁽¹⁾
États-Unis	3,8	0,3	2,3	22,3
Japon	2,6	-0,3	-0,7	7,6
Zone euro	3,6	1,5	0,8	13,8
Autres pays de l'UE	3,2	1,8	1,6	3,2
Pays qui adhéreront à l'UE en 2004 ⁽²⁾	4,0	2,6	2,2	2,2
Chine	8,0	7,3	7,9	12,6
Pays émergents d'Asie, sauf l'Indonésie ⁽³⁾	7,3	1,3	4,2	5,6
Amérique latine, sauf le Venezuela	3,6	1,5	-0,8	8,2
OPEP	4,2	3,4	1,8	4,9
Autres pays de l'OCDE ⁽⁴⁾	4,5	0,1	3,0	5,3
Reste du monde	5,1	4,2	3,9	14,3
Monde	4,6	2,2	2,6	100,0

Sources : CE, FMI, OCDE.

(1) Pourcentages du PIB mondial de 2001, sur la base des parités de pouvoir d'achat.

(2) Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie.

(3) Corée du Sud, Hong Kong, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande.

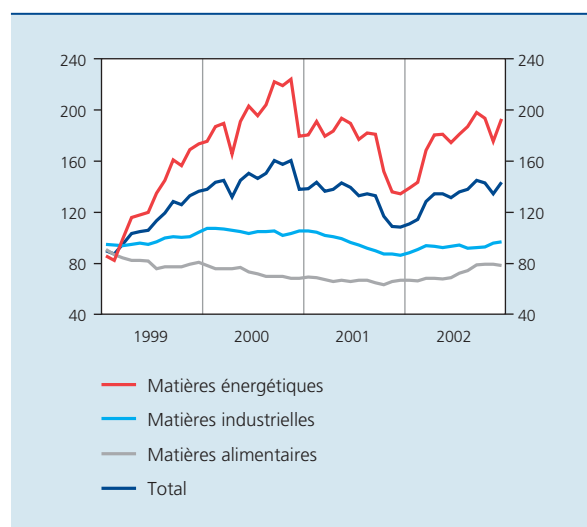
(4) Australie, Canada, Islande, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse, Turquie.

quatrième trimestre de 2001. Tant les dépenses publiques que celles des ménages y ont contribué. Dans la zone euro, la croissance, qui s'était affaiblie tout au long de l'année 2001 et avait même fait place à un recul au quatrième trimestre, s'est redressée modérément à partir du premier trimestre de l'année sous revue, notamment grâce à l'appui d'une politique macroéconomique accommodante. L'économie japonaise a par contre émergé à peine d'une sévère récession, et la reprise, plus tardive encore, y a reposé principalement sur les exportations. Dans ce pays, la politique macroéconomique est restée fortement expansionniste, mais son exercice continue à poser de sérieuses difficultés: l'accumulation des déficits budgétaires a porté la dette publique à un niveau excessivement élevé et, en raison d'une déflation persistante, la politique monétaire est devenue largement inopérante.

Un fait marquant commun à chacune de ces grandes économies est le recul des investissements des entreprises. Ceux-ci ont été freinés à la fois par la faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production, par l'érosion des profits et par le renchérissement du coût du capital par fonds propres. Ces évolutions sont en grande partie la conséquence des désordres survenus antérieurement, lors des périodes d'euphorie qui avait saisi les marchés boursiers, d'abord au Japon de 1986 à 1989 et ensuite, dans les autres économies avancées de 1995 à 2000. Au cours de ces booms, les valorisations boursières s'étaient fortement écartées de leur valeur d'équilibre, et le coût du financement par fonds propres avait baissé à tel point qu'il avait favorisé l'émergence d'un surinvestissement des entreprises.

La correction des cours boursiers, qui s'est amorcée en 2000 sur l'ensemble des places financières, a en outre affecté le patrimoine des ménages et contribué de la sorte à freiner l'expansion de la consommation privée. Elle a aussi eu pour effet d'entretenir les incertitudes sur

GRAPHIQUE 1 PRIX DES PRODUITS DE BASE EN DOLLAR DES ÉTATS-UNIS
(indices 1998 = 100)



Source : HWWA.

l'environnement économique et financier, attisées par ailleurs par les menaces terroristes et les tensions liées aux conflits politiques et militaires au Moyen-Orient. L'ensemble de ces incertitudes ont vraisemblablement concouru à fragiliser le redressement de l'activité en minant la confiance de l'ensemble des agents économiques.

Les prix du pétrole, qui avaient fortement diminué pendant la plus grande partie de l'année précédente sous l'effet de l'affaiblissement de la demande mondiale, ont accusé en 2002 une hausse encore plus marquée sous l'effet à la fois des tensions géopolitiques, du faible niveau des stocks mondiaux, du maintien par l'OPEP de quotas de production réduits et, à la fin de la période, de

TABLEAU 2 BALANCES COURANTES DES PRINCIPALES RÉGIONS DU MONDE
(milliards de dollars)

	1999	2000	2001	2002
États-Unis	-292,9	-410,3	-393,4	-509,8
Japon	114,8	119,5	87,7	128,3
Zone euro	31,6	-23,7	6,8	58,9
Pays émergents d'Asie ⁽¹⁾	117,1	100,4	99,2	101,4
Autres pays	-78,9	60,2	15,4	-1,3

Source : OCDE.

(1) Corée du Sud, Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande.



la crise politique au Venezuela. Ce renchérissement a également pesé sur la reprise dans les économies avancées. En moyenne annuelle, les prix des produits énergétiques n'ont toutefois progressé que de 1,7 p.c. Les prix des matières premières alimentaires et industrielles ont suivi en cours d'année un schéma comparable: après avoir diminué au cours de 2001, ils se sont redressés en 2002, mais ces mouvements ont été nettement moins prononcés que ceux des produits énergétiques. Au total, l'indice des prix des matières premières et des produits de base libellés en dollar n'a augmenté, en moyenne annuelle, que de 1,3 p.c. en 2002.

Les déséquilibres des balances de paiements courants se sont à nouveau fortement accentués: le déficit courant des États-Unis a dépassé 500 milliards de dollars, à savoir un montant de près du double des excédents cumulés de la zone euro, du Japon et des pays émergents d'Asie. Exprimés en pourcentage de leurs PIB respectifs, tant le déficit des États-Unis que l'excédent du Japon ont fait un bond pendant l'année sous revue: le premier est passé de -3,9 p.c. en 2001 à -4,9 p.c. en 2002, tandis que le second augmentait de 2,1 à 3,2 p.c. La balance courante de la zone euro qui s'était pratiquement clôturée en équilibre en 2001 a affiché un surplus de 0,9 p.c. en 2002.

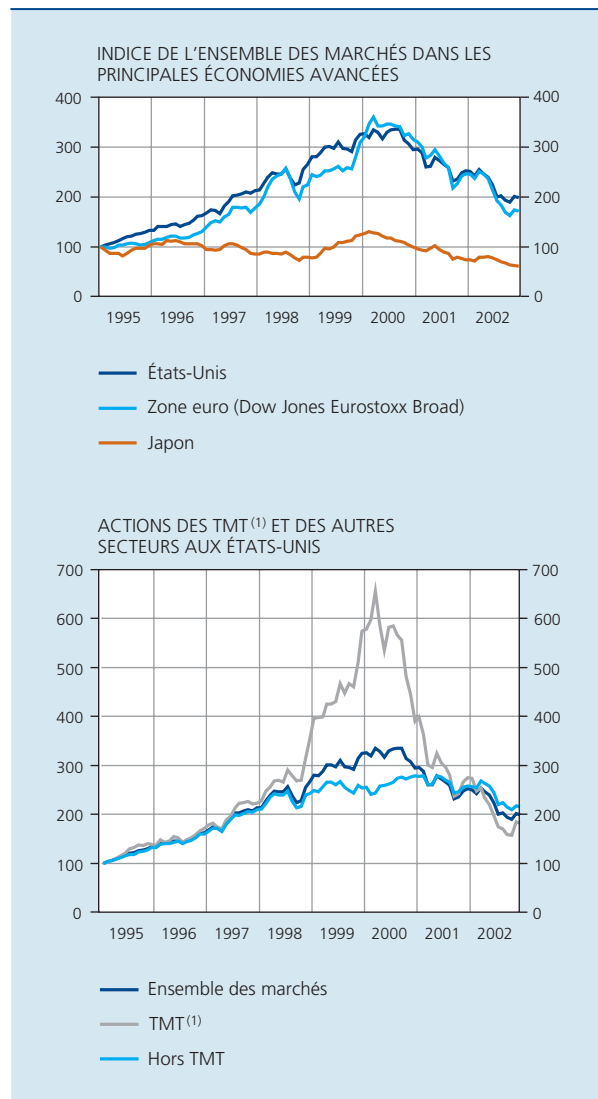
1.2 Éclatement de la bulle financière

L'événement marquant de l'année 2002 a été la poursuite de la chute des prix des actions cotées sur les bourses de valeurs mobilières des principales économies industrialisées. Les cours y ont baissé pour la troisième année consécutive. Aux États-Unis et dans la zone euro, la correction a été particulièrement brutale d'avril à octobre. Au Japon, le recul des cours s'est inscrit dans le prolongement d'un long mouvement de baisse, consécutif à l'enlèvement des sociétés japonaises dans les difficultés structurelles nées de l'éclatement, à partir de 1990, de la bulle financière et immobilière.

Aux États-Unis et dans la zone euro, la correction des cours est plus récente et fait suite à une progression quasiment ininterrompue de ceux-ci depuis le début de 1995, puis à une phase d'euphorie à la fin de 1999 et au début de 2000. À l'issue de cette période, les acteurs des marchés financiers ont collectivement pris conscience du fait que les sociétés cotées n'allaient pas générer des bénéfices dans la mesure escomptée précédemment, et la bulle financière a éclaté d'abord dans le secteur des télécommunications, des médias et des technologies de l'information (TMT), puis dans les autres secteurs. À partir du point haut atteint au cours de l'année 2000, l'indice de l'ensemble des marchés a reculé jusqu'à la fin de 2002 de

GRAPHIQUE 2 COURS DE BOURSE

(moyennes mensuelles, indices janvier 1995 = 100)



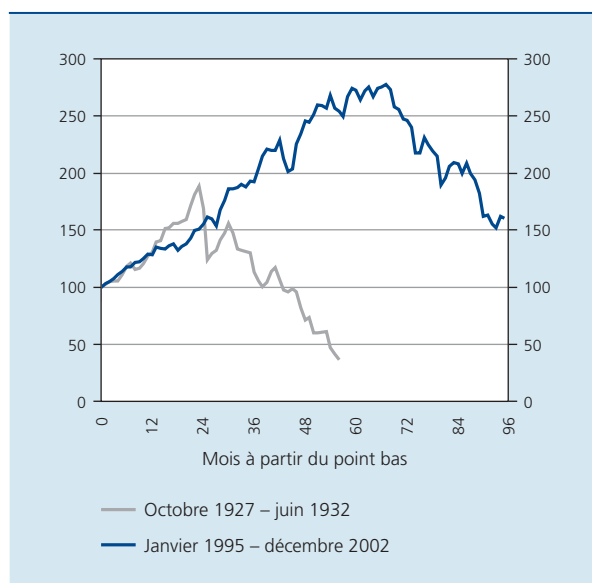
Sources: Stoxx Limited, Thomson Financial Datastream.

(1) Télécommunications, médias et technologies de l'information.

40,6 p.c. aux États-Unis et de 52,5 p.c. dans la zone euro. À ce moment, toutefois, les cours des actions se situaient encore à un niveau largement supérieur à celui de janvier 1995. Aux États-Unis, les prix des actions du secteur des TMT, qui sont le plus souvent cotées sur le NASDAQ, ont, jusqu'en 2000, augmenté plus que ceux des actions des autres secteurs et, ensuite, ils se sont repliés bien davantage, de sorte que, en fin de compte, leur progression pour l'ensemble de la période de janvier 1995 à décembre 2002 a été moins forte que celle des prix des actions des autres secteurs.

GRAPHIQUE 3 COURS DE BOURSE AUX ÉTATS-UNIS : COMPARAISON ENTRE LES BULLES DE 1929 ET DE 2000

(moyennes mensuelles, en termes réels⁽¹⁾, indices point bas⁽²⁾ = 100)



Sources : BLS ; S&P ; site Internet du professeur Robert J. Shiller, www.yale.edu.

(1) Indice S&P 500, déflaté par l'indice des prix à la consommation (indice 1982 – 1984 = 100).

(2) Défini ici par le dernier mois au cours duquel le rapport des cours aux bénéfices par action a été inférieur à 15.

La correction des prix des actions entamée en 2000 a son épice sur les marchés établis à New York, la place financière la plus importante du monde en termes de capitalisation boursière. Parmi les indices relatifs à ces marchés, le Standard & Poor's 500 (S&P 500) a fait l'objet de travaux visant à reconstituer son évolution depuis 1871, ce qui permet d'établir des comparaisons historiques sur une période particulièrement longue. Sur cette base, plus encore que la baisse des prix des actions amorcée en 2000, c'est le mouvement de hausse qui l'a précédée qui peut être qualifié d'exceptionnel. En effet, quel que soit le choix du critère déterminant le point de départ du mouvement de hausse, celui-ci a été particulièrement long et surtout, d'une ampleur sans précédent, même par comparaison avec le marché haussier (*bull market*) qui avait précédé le krach d'octobre 1929.

C'est notamment le cas si l'on retient comme point de départ le moment où la valorisation des cours s'écarte de sa moyenne historique, laquelle est estimée aux environs de 15 pour le rapport entre les cours et les bénéfices par action réalisés par les sociétés cotées (*price-earnings ratio*, ci-après P/E). On constate aussi que les mouvements de hausse du S&P 500 se sont le plus souvent terminés par une phase d'euphorie boursière plus ou moins longue,

coïncidant en général avec une forte attente de bénéfices futurs élevés grâce à la diffusion de nouvelles technologies. Dans le cas de la bulle financière la plus récente, dont le point haut est survenu en août 2000, le dernier mois au cours duquel le P/E s'est situé en moyenne au-dessous de 15 est janvier 1995. Entre cette date et le sommet d'août 2000, l'indice S&P 500 a progressé en termes réels de près de 180 p.c. Il convient de prendre en compte des indices en termes réels car, sur une longue période, l'inflation peut éroder de manière substantielle la valeur réelle d'un patrimoine. À titre de comparaison, la bulle financière dont le point haut s'était placé en septembre 1929, avait été, jusqu'il y a peu, la plus spectaculaire observée. Le dernier mois au cours duquel le P/E s'était établi sous 15 avait été octobre 1927. Entre cette date et le sommet de septembre 1929, la hausse de l'indice S&P 500 s'était limitée, aussi en termes réels, à 89 p.c.

La correction boursière observée depuis le sommet d'août 2000 n'est, en revanche, pas exceptionnelle. En effet, dans l'histoire des bourses de New York, les cours se sont repliés bien davantage au cours de trois épisodes, que l'on peut qualifier d'effondrements (*super bear markets*). Il s'agit des périodes de septembre 1906 à décembre 1920, de septembre 1929 à juin 1932 et de décembre 1968 à juillet 1982, au cours desquelles le S&P 500 avait chuté de respectivement 70, 81 et 64 p.c. de sa valeur initiale en termes réels. Depuis août 2000, cet indice n'a perdu que 42 p.c. À l'issue de chacun des trois épisodes susmentionnés, il a fallu ensuite attendre plusieurs années avant que l'indice S&P 500 retrouve le niveau du sommet initial.

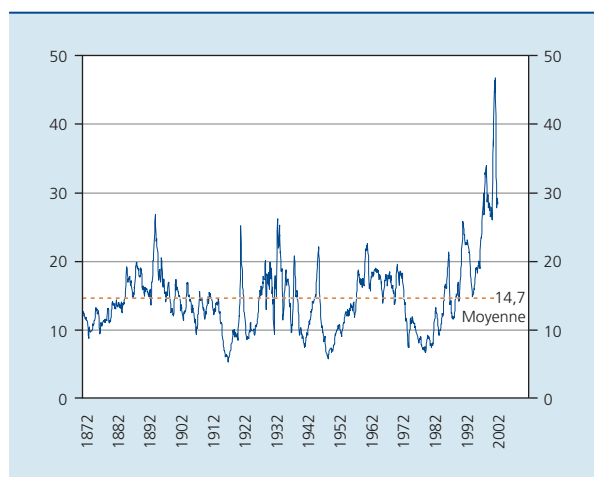
Afin d'évaluer le niveau des cours, on peut recourir à des instruments mettant en relation ceux-ci et une variable fondamentale. Les fondamentaux les plus souvent retenus dans la littérature sont le dividende, le bénéfice annuel ou la valeur comptable nette. À la différence du ratio calculé sur la base des dividendes, le rapport entre le prix des actions et la valeur du deuxième ou troisième de ces fondamentaux présente la propriété intéressante de tendre à revenir vers sa moyenne historique s'il s'en écarte temporairement.

Quel que soit le fondamental retenu, la valorisation des cours boursiers peut être qualifiée d'excessive au cours des années récentes. Cette situation avait déjà été mise en évidence dans le Rapport de la Banque de 1999.

Le P/E a atteint des sommets historiques. En mars 2002, les cours ont même représenté jusqu'à 47 fois les bénéfices. Si le P/E s'est replié depuis lors jusqu'à environ 28 en décembre 2002, il n'en est pas moins demeuré à une valeur très élevée.



GRAPHIQUE 4 RAPPORT COURS-BÉNÉFICES AUX ÉTATS-UNIS⁽¹⁾:
PERSPECTIVE HISTORIQUE
(moyennes mensuelles)



Sources : BLS ; S&P ; site Internet du professeur Robert J. Shiller, www.yale.edu.

(1) Le rapport met en relation les cours des sociétés figurant dans l'indice S&P 500 et leurs bénéfices après impôt par action instantanés « as reported », c'est-à-dire tels que communiqués officiellement par les sociétés tous les trimestres à la Securities and Exchange Commission (SEC).

De 1871 à 1995, chaque fois que le P/E s'est écarté significativement à la hausse de sa moyenne historique, par exemple lorsqu'il a dépassé une valeur de 20, une correction s'est produite, plus ou moins rapidement selon le cas ; chaque fois, non seulement le P/E est revenu à sa moyenne, mais aussi une surréaction s'en est suivie, le P/E tombant alors en deçà de sa valeur historique, de 14,7. De manière symétrique, lorsque le P/E s'est écarté notablement à la baisse de sa moyenne historique, en tombant par exemple en dessous de 10, il est chaque fois revenu plus ou moins rapidement à sa moyenne de long terme, puis a surréagi en repassant, parfois nettement, au-dessus de cette moyenne.

Suivant certains auteurs, une moyenne calculée sur une aussi longue période peut néanmoins présenter l'inconvénient de ne pas tenir suffisamment compte de l'évolution de la structure des marchés financiers dans la période récente, et notamment des possibilités de diversifications accrues qui s'offrent aux placeurs, du fait du développement des organismes de placement collectif (OPC) et des produits de couverture, ainsi que de la plus grande solidité des institutions et systèmes financiers. Ces développements sont invoqués pour soutenir que la valeur d'équilibre du P/E pourrait dorénavant être plus élevée que ce que la moyenne historique suggère.

Du point de vue de l'évolution du P/E, la période de janvier 1995 à décembre 2002 comporte trois étapes successives dont les caractéristiques ont été très différentes.

Entre janvier 1995 et août 2000, le P/E est passé de 15 à 28, du fait exclusivement de l'envolée du prix des actions. Ceux-ci ont en effet progressé de quelques 178 p.c. alors que, dans le même temps, les bénéfices par action progressaient de 48 p.c.

Ensuite, jusqu'en mars 2002, le P/E a poursuivi sa progression, passant de 28 à 47 parce que les bénéfices ont diminué davantage que le prix des actions. Au cours de cette sous-période, les bénéfices par action ont reculé de 55 p.c., accusant de ce fait la troisième baisse en termes réels la plus importante depuis 1871. Cet effondrement des bénéfices s'explique non seulement par l'incidence du repli conjoncturel mais aussi par l'ampleur des corrections qui ont dû être apportées aux résultats comptables qui avaient été gonflés artificiellement au cours des années précédentes.

Ce n'est que depuis mars 2002 que le P/E a commencé à baisser. Historiquement, les variables qui avaient été à l'origine de la progression du P/E ont le plus souvent été celles qui ont opéré la correction. La contraction du P/E de mars à décembre est, dans l'ensemble, conforme à ce schéma. En effet, l'augmentation du P/E entre janvier 1995 et mars 2002 ayant été causée par une hausse des cours puis par un déclin des bénéfices, la baisse qui a suivi a résulté à la fois d'une montée des bénéfices et d'une décroissance des cours. Toutefois, au rebours de ce schéma, les cours ont contribué dans une bien moindre mesure au repli du P/E entre mars et décembre 2002 qu'à l'accroissement de celui-ci de janvier 1995 à mars 2002.

TABLEAU 3 RAPPORT COURS-BÉNÉFICES AUX ÉTATS-UNIS :
VENTILATION DES VARIATIONS SUR LA PÉRIODE
JANVIER 1995 – DÉCEMBRE 2002 SELON LES
VARIATIONS DU COURS RÉEL ET DU BÉNÉFICE RÉEL
(moyennes mensuelles)

	Janvier 1995 Août 2000	Août 2000 Mars 2002	Mars 2002 Décembre 2002
P/E initial	14,9	28,0	46,7
P/E final	28,0	46,7	28,4
<i>Pourcentages de variation pendant les sous-périodes considérées</i>			
Variation du P/E	87,9	67,0	-39,3
dont :			
Variation du cours réel ⁽¹⁾	177,7	-24,9	-23,0
Variation du béné- fice réel ⁽¹⁾	47,8	-55,1	26,8

Sources : BLS ; S&P ; site Internet du professeur Robert J. Shiller, www.yale.edu.

(1) Déflaté par l'indice des prix à la consommation.

Dans les autres principales économies avancées, il est difficile d'effectuer une analyse similaire de la valorisation des cours boursiers, eu égard à l'absence de données comparables sur une période aussi longue.

Au Japon, le P/E est demeuré, bien qu'il ait fortement décliné, extrêmement élevé en dépit de l'importante correction des cours depuis le début du krach de la bourse de Tokyo en janvier 1990.

Dans la zone euro, le P/E a accusé une tendance à la baisse depuis le sommet atteint en janvier 2000. Il s'élevait à 12 en décembre, alors que la moyenne de ce rapport sur la période allant de janvier 1973 à octobre 2002 a été de 13,9. Au regard du fondamental que sont les bénéfices, les cours boursiers semblent avoir été sous-évalués dans la zone euro entre juillet et décembre de l'année sous revue, au contraire de ce que l'on a observé aux États-Unis. Cette divergence s'explique largement par la forte corrélation des cours boursiers entre la zone euro et les États-Unis, découlant d'une certaine contagion allant des États-Unis vers la zone euro, mais surtout par leur diminution plus sensible pour cette zone sur l'ensemble des trois années écoulées. Cette dernière évolution peut également être constatée si on exprime ces cours en monnaie commune et d'aucuns estiment qu'elle reflète l'incidence, sur les prix des actions, de la baisse plus prononcée des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis. En raison, notamment, de leur plus grande profondeur, les marchés obligataires paraissent en effet y

avoir bénéficié relativement plus, au cours de cette période, d'un mouvement de fuite vers la qualité.

Comme l'a expliqué la BCE dans son bulletin mensuel de février 2002, les cours de bourse peuvent affecter l'activité économique par le biais de quatre canaux: le coût du capital, l'effet dit de richesse, la confiance et l'effet dit de bilan.

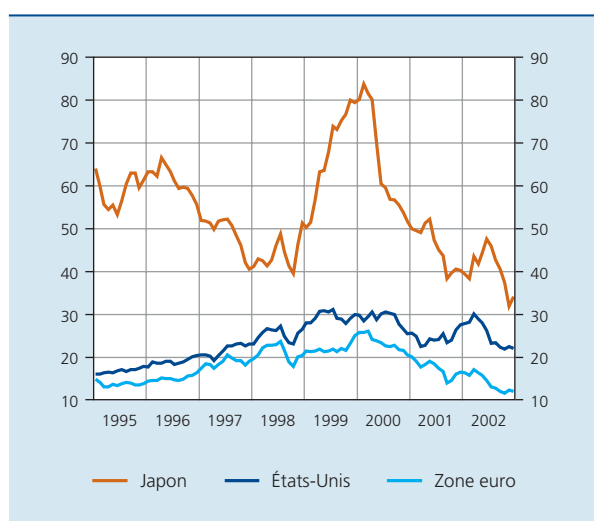
Le premier canal agit par le biais de l'incidence que les cours de bourse exercent sur le coût des fonds propres pour les entreprises et, partant, sur leurs investissements. Une hausse des cours peut susciter des opportunités d'investissement, dans la mesure où ceux-ci peuvent être financés à moindre coût par une augmentation de capital. L'entreprise aura donc intérêt à accroître son stock de capital, ce qui conduit à une hausse des investissements, de la demande et de la production globales.

Dans le deuxième canal, l'augmentation du patrimoine financier qui découle de l'élévation des cours de bourse peut, si elle est perçue comme permanente, conduire les ménages à accroître leurs dépenses de consommation, stimulant par là la demande et la production globales.

Les cours de bourse peuvent aussi influencer sur les investissements et la consommation par le biais d'effets sur la confiance tant des ménages que des entreprises. Ainsi, une progression des cours de bourse peut indiquer que les perspectives de l'activité économique et de l'emploi s'améliorent, ce qui peut renforcer la confiance des ménages et stimuler leurs dépenses de consommation et d'investissement en logements, même chez les ménages qui ne détiennent pas, directement ou indirectement, d'actions. De même, une augmentation générale des cours des actions peut conduire des entreprises, même celles qui n'ont pas émis d'actions cotées, à revoir à la hausse leurs perspectives de bénéfices et leurs projets d'investissements.

Suivant le quatrième canal, les cours de bourse peuvent affecter la consommation et les investissements par le biais d'un effet sur le bilan des agents économiques. En raison de l'existence d'asymétries d'information sur les marchés du crédit, la capacité des entreprises et des ménages à emprunter dépend de la valeur des garanties qu'ils peuvent apporter à leurs créanciers. Ainsi, une hausse des cours boursiers augmente la valeur de ces garanties et, partant, la capacité d'emprunt et de dépense. Ce processus, connu sous le nom d'accélérateur financier, donne à penser que les conditions financières initiales sont essentielles pour déterminer l'ampleur et la durée des effets d'une variation du cours des actions sur l'investissement et la consommation.

GRAPHIQUE 5 RAPPORT COURS-BÉNÉFICES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES AVANCÉES⁽¹⁾
(moyennes mensuelles)



Source : Thomson Financial Datastream.

(1) Alors qu'au graphique 4, le rapport cours-bénéfices est calculé pour les États-Unis sur la base du S&P 500, il est estimé dans ce graphique pour chacune des trois économies à partir de l'indice de l'ensemble des marchés. Ce calcul est en outre limité aux sociétés ne faisant pas de pertes.



Le marché haussier de la deuxième moitié des années nonante a abouti à des degrés divers selon les économies à un surinvestissement des entreprises et à une surconsommation des ménages, ceux-ci s'endettant parfois de manière excessive, essentiellement aux États-Unis et au Royaume-Uni. La correction boursière amorcée en 2000, en purgeant les excès de la période précédente, a pu aussi s'accompagner d'effets indésirables. Ainsi, des capacités de production des entreprises ont pu devenir excédentaires, et des ménages endettés ont pu, en raison du recul des cours et, partant, de la dégradation de leur position bilantaire, réduire leur consommation.

Enfin, la correction boursière peut peser sur la rentabilité des institutions financières détentrices d'importants portefeuilles d'actions. Aux États-Unis et dans la zone euro, la politique, menée par les institutions financières, de diversification de leurs placements et d'amélioration de la couverture des risques liés à ceux-ci a permis de contenir les risques systémiques.

1.3 États-Unis

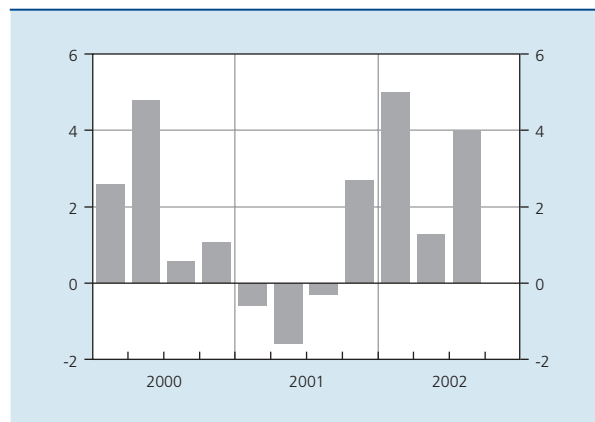
Après avoir reculé pendant les trois premiers trimestres de 2001, l'économie américaine a fermement renoué avec la croissance dès le quatrième trimestre, et ce mouvement s'est poursuivi dans le courant de l'année sous revue. En moyenne annuelle, le PIB a progressé de 2,3 p.c., contre 0,3 p.c. l'année précédente.

Tant les dépenses des ménages que celles des pouvoirs publics ont contribué à ce regain de vigueur de l'activité. Dans le même temps, les entreprises ont reconstitué leurs stocks, mais ont réduit leurs investissements en capital fixe dans la même mesure que l'année précédente. Les exportations ont également pesé sur la croissance économique.

La consommation des ménages et leurs investissements en logements ont été soutenus, au cours de l'année sous revue, par la hausse de leur revenu disponible réel, qui est passée de 1,8 p.c. en 2001 à 4,2 p.c. en 2002. Cette accélération peut être attribuée à la combinaison de plusieurs facteurs. Dans les entreprises, les rémunérations par salarié ont augmenté, à prix constants, de 0,9 p.c. alors qu'elles avaient diminué de 0,5 p.c. en 2001. Des réductions massives d'impôt ont été accordées en janvier : par rapport au trimestre précédent, les versements fiscaux et non fiscaux des ménages ont diminué de 173 milliards de dollars au premier trimestre de 2002. L'effet de richesse négatif dû à la baisse des cours boursiers, décrit dans la section qui précède, a été compensé dans une certaine mesure par un effet de richesse positif provenant de la

GRAPHIQUE 6 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB AUX ÉTATS-UNIS

(pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre précédent⁽¹⁾)



Source : BEA.

(1) En pourcentage annuel. Données corrigées des variations saisonnières.

hausse du prix des actifs immobiliers. Enfin, le niveau extrêmement faible des taux d'intérêt à long terme et, partant, des taux sur les emprunts hypothécaires, a amené de nombreux ménages à renégocier les conditions financières de leurs contrats.

Le rythme de croissance de la consommation aurait pu être plus élevé encore si les ménages n'avaient pas épargné une part plus importante de leur revenu disponible. Le taux d'épargne est en effet remonté de 2,3 p.c. en 2001 à 3,7 p.c. en 2002 en raison d'une érosion de la confiance des consommateurs. Selon le Conference Board, celle-ci a atteint en octobre son point le plus bas depuis novembre 1993 et l'a approché de nouveau en fin de période. Cette évolution négative a résulté principalement de la hausse du chômage et, sans doute aussi, du net recul des cours boursiers.

Les dépenses des pouvoirs publics avaient déjà augmenté à un rythme plus rapide en 2001 que l'année précédente, et leur progression a été plus vive encore en 2002. Dans le cadre de la lutte contre le terrorisme déclenchée à la suite des attentats du 11 septembre 2001, les dépenses fédérales de défense, ont, parmi d'autres, contribué à l'accélération de la croissance des dépenses publiques.

La formation brute de capital fixe des entreprises, qui avait déjà baissé de 5,2 p.c. en 2001, a encore reculé de 5,8 p.c. au cours de l'année sous revue. Cette baisse provient, entre autres, de la faiblesse aussi bien du taux d'utilisation des capacités de production que de la confiance des entreprises, cette dernière étant elle-même affectée par le rétrécissement des débouchés, par l'érosion des profits

et par le renchérissement du coût du capital par émission d'actions. Les investissements en biens immeubles des entreprises ont continué à peser sur la croissance. Les investissements en équipements et en logiciels – après le développement effréné de la seconde moitié des années nonante – avaient été à l'origine du recul de la formation brute de capital fixe des entreprises dès le quatrième trimestre de 2000 et avaient contribué de manière importante au ralentissement conjoncturel; ils ont en revanche augmenté de nouveau à partir du deuxième trimestre de 2002, sous l'effet notamment d'incitants fiscaux octroyés par le gouvernement fédéral.

Les entreprises ont reconstitué leurs stocks, alors que la contribution de ceux-ci à la variation du PIB avait été très négative en 2001. Au premier semestre de 2002, la fin des opérations de déstockage a même été l'un des principaux moteurs de la reprise.

Après avoir reculé de 5,4 p.c. en 2001, les exportations ont fléchi de nouveau de 1,2 p.c. en 2002 en raison, notamment, de la faiblesse de la demande extérieure. Dans le même temps, les importations qui avaient baissé de 2,9 p.c. en 2001 ont progressé de 3,4 p.c. en 2002, sous l'impulsion d'une demande intérieure relativement plus vigoureuse que dans le reste du monde. En conséquence de ces mouvements, les exportations nettes de biens et services ont apporté une contribution négative à la variation du PIB à concurrence de 0,7 p.c., contre 0,2 p.c. seulement l'année précédente.

Le déficit courant des États-Unis s'est dès lors détérioré à nouveau de manière considérable au cours de l'année sous revue, passant de 393,4 milliards de dollars en 2001 à 509,8 milliards en 2002. Le déficit commercial s'est creusé d'environ 50 milliards de dollars; les revenus nets de facteurs, qui dégageaient encore un excédent de 14,4 milliards de dollars en 2001, ont généré en 2002, pour la première fois, un déficit, qui s'est élevé à 14,4 milliards de dollars; l'excédent des autres services s'est réduit de 27,6 milliards.

L'emploi, qui s'était stabilisé en 2001, a reculé de 0,9 p.c. au cours de l'année sous revue. Ainsi, le taux de chômage a augmenté de nouveau, passant de 4,8 p.c. de la population active en 2001 à 5,8 p.c. en 2002, son niveau le plus élevé depuis 1995.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation a fléchi, revenant de 2,8 p.c. en 2001 à 1,6 p.c. en 2002. Cette évolution peut être attribuée pour partie à la persistance de la relative faiblesse de la demande: l'écart de production est devenu négatif et le taux d'utilisation des capacités de production dans l'ensemble de l'industrie

TABEAU 4 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

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

	2000	2001	2002
<i>Dépenses à prix constants</i>			
Demande intérieure finale	4,3	1,6	2,3
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	4,3	2,5	3,1
Pouvoirs publics	2,8	3,7	4,2
Formation brute de capital fixe			
Logements	1,1	0,3	3,4
Entreprises	7,8	-5,2	-5,8
Pouvoirs publics	2,4	3,3	4,2
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,0	-1,4	0,6
Exportations nettes de biens et services ⁽¹⁾	-0,9	-0,2	-0,7
Exportations	9,7	-5,4	-1,2
Importations	13,2	-2,9	3,4
PIB	3,8	0,3	2,3
<i>Marché du travail</i>			
Emploi	1,9	0,0	-0,9
Chômage ⁽²⁾	4,0	4,8	5,8
<i>Prix et coûts</i>			
Prix à la consommation	3,4	2,8	1,6
Coûts salariaux unitaires dans les entreprises	3,8	2,1	-1,2
Prix des importations de biens	4,8	-2,9	-1,6
<i>Balance des paiements</i>			
Balance des opérations courantes ⁽³⁾	-4,2	-3,9	-4,9

Source: OCDE.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.

(3) Pourcentages du PIB.

n'a atteint que 75,6 p.c. en moyenne, demeurant ainsi largement inférieur à sa moyenne historique, de 81,3 p.c. pour la période 1972-2002.

D'autres facteurs ont également contribué au ralentissement de la hausse des prix. Les prix des importations de biens ont continué à baisser et les coûts salariaux unitaires dans les entreprises qui avaient encore progressé de 2,1 p.c. en 2001, ont diminué de 1,2 p.c. en 2002 en raison d'une reprise des gains de productivité, lesquels se sont élevés à 3,8 p.c. en 2002 contre à peine 0,2 p.c. l'année précédente. La rémunération par salarié a, quant à elle, progressé quelque peu, passant de 2,3 p.c. en 2001 à 2,5 p.c. en 2002.

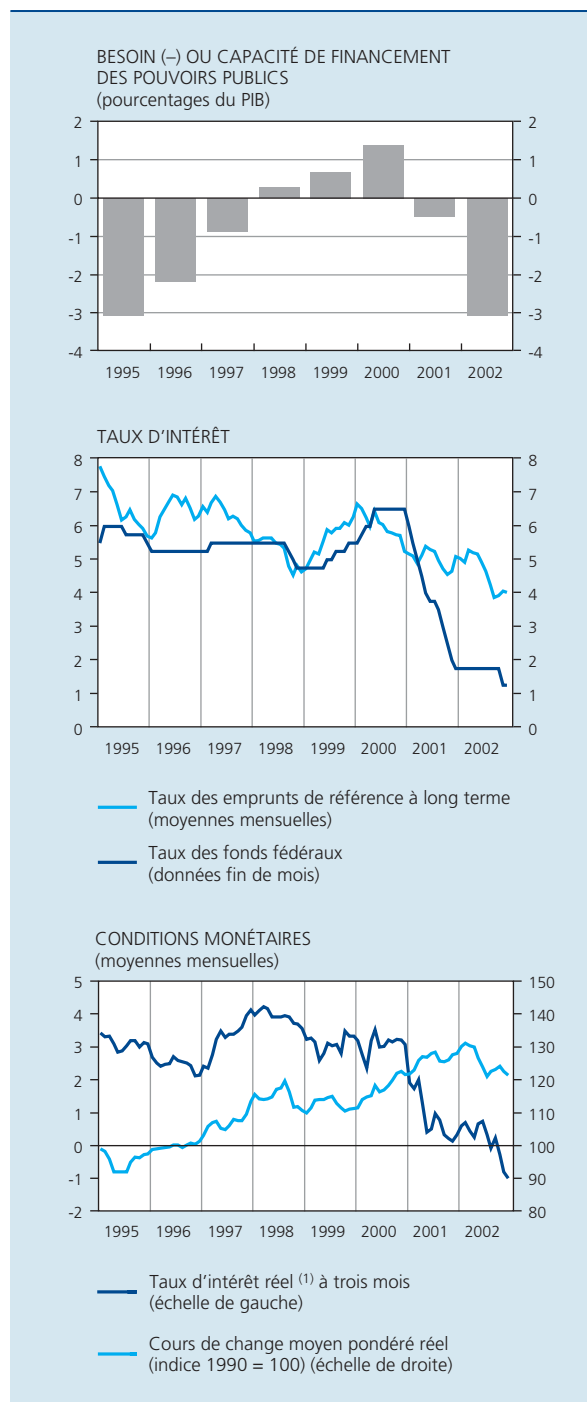


Un certain nombre d'incertitudes et de risques ont continué à peser tout au long de l'année sur la confiance des agents économiques, faisant craindre un « double plongeon » de la croissance. Outre un accroissement des risques géopolitiques, on relèvera la valorisation toujours excessive des cours boursiers, la révélation de manipulations des comptes des sociétés, la faiblesse du taux d'épargne des ménages et le niveau élevé de l'endettement de ceux-ci, ainsi que l'ampleur du déficit courant, lequel paraît insoutenable à long terme. En conséquence de ces incertitudes, l'orientation plus expansionniste des politiques macroéconomiques observée en 2001 a été amplifiée en 2002.

Le relâchement de la politique budgétaire s'est accentué au cours de l'année sous revue. Les opérations des pouvoirs publics, qui s'étaient encore soldées par un excédent de 1,4 p.c. du PIB en 2000, avaient laissé un déficit de 0,5 p.c. du PIB en 2001, et celui-ci s'est creusé en 2002 jusqu'à atteindre 3,1 p.c. du PIB, le chiffre le plus élevé depuis 1995. En deux exercices budgétaires, les progrès accumulés au cours des cinq années précédentes dans l'assainissement du budget ont ainsi été effacés. L'essentiel de la dégradation du solde de financement – 3,7 p.c. du PIB – provient d'impulsions discrétionnaires. Celles-ci ont compris notamment un programme de réductions massives d'impôt, une hausse sensible des crédits affectés à la défense et à la sécurité, l'octroi de diverses subventions à certains secteurs d'activité, tels que l'agriculture ou le transport aérien.

À la suite des onze baisses successives du taux des fonds fédéraux en 2001 qui avaient ramené celui-ci d'un maximum de 6,5 à 1,75 p.c., la politique monétaire est restée expansionniste tout au long de l'année considérée. Dans un contexte où l'inflation était maîtrisée, la Réserve fédérale a d'abord maintenu le taux des fonds fédéraux inchangé de janvier à octobre. Le 6 novembre, elle a abaissé celui-ci de 50 points de base, le ramenant ainsi à 1,25 p.c. Le même jour, elle a également fixé le taux d'escompte à 0,75 p.c., contre 1,25 p.c. précédemment. Estimant qu'une politique monétaire accommodante, couplée à une progression toujours vive de la productivité, étaient de nature à apporter un important soutien à la croissance économique, le Federal Open Market Committee a motivé cette décision de baisse des taux directeurs par le fait que les données économiques les plus récentes tendaient à confirmer qu'un contexte de plus grande incertitude produisait un effet d'inhibition sur la dépense, la production et l'emploi. Parallèlement au taux des fonds fédéraux, le taux des euro-dépôts à trois mois libellés en dollar a fléchi.

GRAPHIQUE 7 POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES AUX ÉTATS-UNIS



Sources : BRI, OCDE, BNB.

- (1) Taux d'intérêt sur les euro-dépôts à trois mois en dollar moins le pourcentage de variation de l'indice des prix à la consommation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.
- (2) Moyenne pondérée des cours de change du dollar vis-à-vis des monnaies de vingt et un pays industrialisés et de quatre pays émergents d'Asie, corrigés pour tenir compte de l'évolution relative des prix à la consommation.

Les conditions monétaires dépendent aussi, en partie, du cours de change. La Réserve fédérale ne poursuivant pas explicitement d'objectif en la matière, le cours du dollar est déterminé dans le cadre d'un régime de change flottant. En 2001, la poursuite du renchérissement du cours de change moyen pondéré réel avait de nouveau contrebalancé en partie la souplesse gagnée par la baisse substantielle des taux d'intérêt réels. Mais, au cours de l'année sous revue, la devise des États-Unis s'est dépréciée en termes nominaux vis-à-vis de celles des principaux pays avancés et, en l'absence de contreponds dans l'évolution des prix relatifs, en termes réels. L'industrie américaine a donc bénéficié à la fois d'un affaiblissement du cours de change réel et d'une baisse du taux d'intérêt réel à court terme, lequel est devenu négatif durant la plus grande partie du second semestre.

1.4 Le Japon et les économies émergentes d'Asie

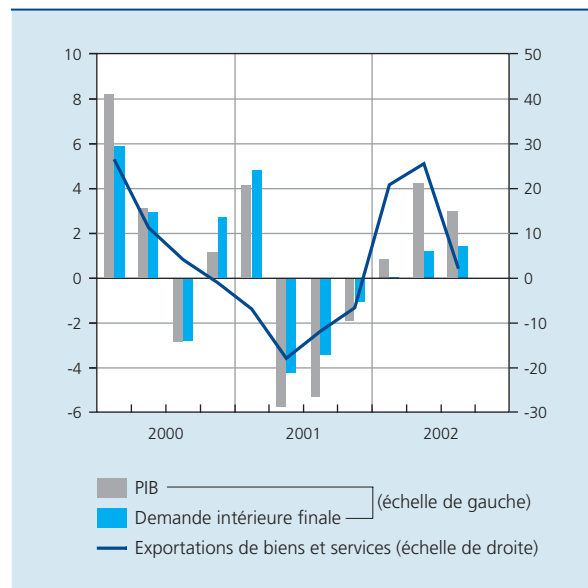
1.4.1 Japon

Après s'être nettement contractée au deuxième semestre de 2001, l'activité économique au Japon s'est redressée en 2002. Ce redressement, attribuable avant tout à une progression soutenue des exportations, a cependant été trop limité pour permettre une croissance positive en rythme annuel : le PIB a régressé de 0,7 p.c. par rapport à 2001.

Stimulées par une amorce de reprise de l'économie mondiale depuis fin 2001, les exportations japonaises, qui avaient chuté de 7 p.c. en 2001, se sont accrues de 5,5 p.c. au cours de l'année sous revue. Ce résultat est surtout à mettre à l'actif du premier semestre, grâce à l'augmentation de la demande étrangère, essentiellement asiatique, et au soutien procuré par la faiblesse du yen. Il semble en effet que le marché asiatique revête de plus en plus d'importance pour les producteurs japonais de véhicules et d'appareils électroménagers, qui constituent les deux principaux secteurs exportateurs du Japon. L'appréciation du yen observée dans le courant de 2002 a contribué au ralentissement de la croissance des exportations au deuxième semestre. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année, la forte hausse de ces dernières, combinée à une faible demande de biens et services importés – après le 11 septembre, les Japonais sont non seulement devenus moins enclins à voyager, mais la demande intérieure s'est aussi réduite –, a débouché sur une contribution positive des exportations nettes à la croissance du PIB de 0,7 p.c., ainsi que sur une augmentation sensible de l'excédent de la balance courante, qui est passé de 2,1 à 3,2 p.c. du PIB.

GRAPHIQUE 8 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AU JAPON

(pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre précédent⁽¹⁾)



Source : OCDE.

(1) En pourcentage annuel. Données corrigées des variations saisonnières.

Les problèmes structurels auxquels le Japon doit faire face depuis plusieurs années ont de nouveau eu des répercussions sur la demande intérieure finale, qui a baissé de 0,7 p.c. en 2002. La principale contribution négative a été apportée par un fléchissement marqué, de 6,8 p.c., des investissements des entreprises. En dépit d'une amélioration de la conjoncture et du redressement de la confiance des chefs d'entreprises qui en est résulté, les perspectives de bénéfices sont en effet demeurées modestes et extrêmement incertaines. Cette évolution peut s'expliquer par la persistance de la situation déflationniste du Japon, l'appréciation du yen et les doutes croissants quant à une reprise durable de l'économie mondiale. Par ailleurs, plusieurs facteurs ont exercé une incidence négative sur les possibilités de financement des entreprises. Ainsi, les cours de bourse ont atteint leur plus bas niveau depuis le début des années quatre-vingt, les taux à long terme ont légèrement augmenté au premier semestre, passant à 1,4 p.c., et de nombreuses entreprises japonaises ont encore souffert de taux d'endettement importants ou ont été contraintes d'affecter leurs bénéfices aux frais de restructuration. Même s'il a baissé, le taux d'investissement des entreprises reste néanmoins très élevé au Japon, à un niveau encore supérieur à la moyenne des pays de l'OCDE.

**TABLEAU 5** ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU JAPON

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

	2000	2001	2002
<i>Dépenses à prix constants</i>			
Demande intérieure finale	2,1	0,6	-0,7
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	0,5	1,4	0,8
Pouvoirs publics	4,4	2,9	2,4
Formation brute de capital fixe			
Logements	1,9	-5,6	-4,0
Entreprises	12,2	-0,1	-6,8
Pouvoirs publics	-10,5	-5,9	-3,0
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,0	-0,2	-0,7
Exportations nettes de biens et services ⁽¹⁾	0,5	-0,7	0,7
Exportations	12,5	-7,0	5,5
Importations	9,4	-0,8	-1,2
PIB	2,6	-0,3	-0,7
<i>Marché du travail</i>			
Emploi	-0,2	-0,5	-1,4
Chômage ⁽²⁾	4,7	5,0	5,5
<i>Prix et coûts</i>			
Prix à la consommation	-0,7	-0,7	-1,1
Coûts salariaux unitaires dans les entreprises	-2,4	-0,1	-1,7
Prix des importations de biens	4,7	5,0	-3,1
<i>Balance des paiements</i>			
Balance des opérations courantes ⁽³⁾	2,5	2,1	3,2

Source : OCDE.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.

(3) Pourcentages du PIB.

Dans un contexte de maintien des évolutions défavorables sur le marché du travail et de poursuite de l'érosion des revenus de la propriété, la baisse du revenu disponible des ménages s'est accélérée en termes nominaux, atteignant 1,5 p.c. en 2002. La baisse du niveau général des prix n'a pu neutraliser que partiellement cette contraction, si bien que le pouvoir d'achat des ménages a fléchi, de 0,4 p.c., en 2002, après s'être stabilisé en 2001. La consommation privée a néanmoins encore enregistré une certaine progression, plus modérée certes qu'en 2001 – 0,8 p.c. contre 1,4 p.c. – mais qui témoigne d'un nouveau recul de la pension à épargner.

En 2002, la croissance de la consommation publique s'est elle aussi ralentie, revenant de 2,9 à 2,4 p.c. Une tendance amorcée en 2001, qui est l'expression d'une politique budgétaire de plus en plus axée sur l'assainissement, semble ainsi s'être confirmée.

La restructuration de l'économie japonaise a également pesé en 2002 sur l'emploi, qui a continué à s'effriter. Le chômage a dès lors atteint un nouveau taux record de 5,5 p.c. Par comparaison à la récession précédente, au premier semestre de 1998, la progression du chômage est toutefois demeurée limitée, car la population active a fortement diminué en 2002. Par ailleurs, l'évolution de certains indicateurs précurseurs, comme ceux portant sur les nombres d'heures supplémentaires ou d'offres d'emploi, donne, pour la première fois depuis le début de la récession en 2001, une indication d'un retournement de la situation sur le marché du travail. La précarité persistante de l'économie japonaise et les frais de restructuration élevés supportés par les entreprises semblent avoir aussi influencé les négociations entre employeurs et travailleurs, les charges salariales par travailleur ayant reculé de 1,2 p.c. en 2002. Les primes conventionnelles versées en été, entre autres, ont baissé sensiblement, de 2,3 p.c. en moyenne.

La situation déflationniste dans laquelle le Japon se trouve depuis 1998 et à travers les différents cycles conjoncturels s'est accélérée en 2002 : les prix à la consommation ont reculé de 1,1 p.c., contre 0,7 p.c. seulement l'année précédente. Cette évolution s'explique tant par l'affaiblissement de la demande intérieure, évoqué plus haut, que par le repli des coûts intérieurs et des prix à l'importation, qui ont fléchi de 3,1 p.c. en 2002, en raison de l'appréciation du yen. Les coûts salariaux par unité produite dans les entreprises ont aussi nettement diminué, à hauteur de 1,7 p.c., alors qu'ils étaient restés quasiment inchangés en 2001. Cette diminution résulte d'un recul des coûts salariaux nominaux et d'une amélioration modérée de la productivité du travail, de 0,5 p.c.

Abstraction faite de ces facteurs, l'expérience de ces dernières années semble montrer qu'une fois qu'une économie est engagée dans une spirale déflationniste, une reprise cyclique ne suffit pas à elle seule à changer la situation. La dynamique d'un processus déflationniste tend à s'auto-entretenir, puisque chaque renforcement de la décroissance des prix provoque un relèvement des taux d'intérêt réels, met les marges bénéficiaires sous pression, comprime les salaires et retarde les dépenses. Au vu des conditions évoquées, une politique macroéconomique résolument expansionniste est indispensable, mais compte tenu de la dimension des problèmes structurels, qui sont à l'origine du marasme dans lequel est plongée l'économie

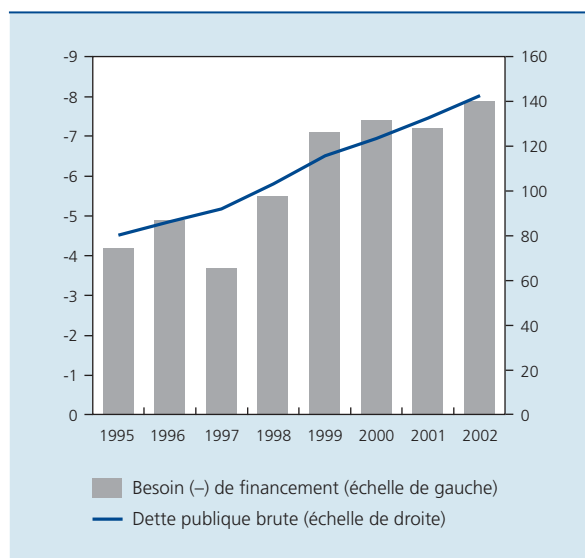
japonaise, celle-ci ne peut être efficace que si sont menées de front, et sans délai, des réformes de structure en profondeur. En l'occurrence, les tergiversations des autorités japonaises à entreprendre de telles réformes et le manque d'ambition des mesures prises en la matière les dernières années ont constitué un obstacle important au rétablissement de la confiance des agents économiques au Japon et corrélativement, d'une croissance durable et soutenue de cette économie.

En 2002, le cours de la politique macroéconomique est resté expansionniste au Japon : d'une part, le déficit public structurel, c'est-à-dire le déficit corrigé des influences conjoncturelles, s'est élevé à quelque 7 p.c. du PIB potentiel, d'autre part, la Banque du Japon a maintenu une politique de taux zéro tout en accroissant ses injections de liquidités dans l'économie.

Le besoin de financement des pouvoirs publics, qui était déjà important en 2001, à 7,2 p.c. du PIB, s'est encore accru en 2002, pour s'établir à 7,9 p.c. À cet effet s'est ajouté celui de la contraction nominale du PIB, de sorte que le taux d'endettement brut a une nouvelle fois fortement augmenté, passant de 132,6 p.c. du PIB en 2001 à 142,7 p.c. en 2002. Néanmoins, les pouvoirs publics japonais ont dans une certaine mesure rempli les objectifs budgétaires qu'ils s'étaient fixés. Parmi ceux-ci figure l'affectation prioritaire des ressources à des dépenses plus productives, qui visent notamment à accroître la productivité des secteurs non exportateurs et à rétablir la confiance dans le secteur bancaire et la structure financière de celui-ci.

Même si une classification plus rigoureuse des créances douteuses a déjà permis d'enregistrer des résultats dans ce domaine, le sentiment d'une absence de transparence a encore prédominé. En outre, cette problématique a continué à éroder les ressources des banques japonaises et, partant, à les rendre réticentes à l'octroi de nouveaux crédits. De nouvelles initiatives s'imposaient dès lors à la fin de 2002. La Banque du Japon a donc annoncé, le 11 octobre, qu'elle était disposée à acheter des actions détenues par le secteur bancaire, pour un montant total de 2.000 milliards de yens. De tels achats, dont une première tranche a déjà été réalisée en 2002, devraient permettre non seulement de fournir des liquidités supplémentaires aux banques commerciales, mais aussi de réduire quelque peu le risque de marché lié à l'important portefeuille boursier de celles-ci, dans l'espoir qu'elles reprennent de ce fait leur fonction normale d'intermédiaire. Le 30 octobre, le gouvernement japonais a également lancé un nouveau programme de relance en vue d'assainir le secteur financier. Parmi les mesures proposées dans ce cadre, il faut retenir un nouveau resserrement des

GRAPHIQUE 9 BESOIN (-) DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS ET DETTE PUBLIQUE BRUTE AU JAPON (pourcentages du PIB)



Source : OCDE.

critères de classification des crédits, des incitants fiscaux, un contrôle renforcé du management et, le cas échéant, une recapitalisation de certaines banques par un apport de ressources publiques.

Comme le niveau élevé de la dette publique et l'incidence prévisible du vieillissement de la population limitent considérablement la marge de manœuvre de la politique budgétaire, la Banque du Japon a pris plusieurs mesures visant à enrayer la spirale déflationniste au moyen d'une politique d'octroi de liquidités abondantes au taux zéro. Pour ce faire, elle avait décidé en décembre 2001 d'acheter des obligations publiques japonaises à long terme et d'augmenter corrélativement l'encours des comptes courants des banques dans ses livres de 6.000 à 15.000 milliards de yens. Elle a ainsi souscrit à un tiers environ des besoins de financement nets des pouvoirs publics. Ces opérations ont fait progresser la base monétaire, mais n'ont pas entraîné une accélération marquée de la croissance de la masse monétaire au sens large. La tendance baissière de l'octroi de crédit par le secteur bancaire n'a pas non plus été renversée. La politique menée par la Banque du Japon a amené cependant un glissement à la baisse de la courbe des rendements. Même le taux de référence à long terme, qui a longtemps fluctué en 2002 dans la fourchette de 1,2 à 1,4 p.c., est passé à la fin de l'année au-dessous de 1 p.c. En octobre 2002, la Banque du Japon a décidé de porter ses achats d'obligations publiques à 1.200 milliards de yens par mois, en même temps qu'elle accroissait à



nouveau l'encours des comptes courants des banques, le portant à 20.000 milliards de yens. Le niveau extrêmement bas des taux au Japon, combiné au fait qu'une politique monétaire expansionniste n'a pas stimulé durablement l'économie, laissent présager que ce pays est confronté à une situation dite de « piège de liquidité ».

1.4.2 Économies émergentes d'Asie

Dans les économies émergentes d'Asie, la reprise de l'activité économique depuis le début de 2002 est essentiellement due à une hausse spectaculaire des exportations, qui a résulté du redressement de l'économie mondiale. La croissance du PIB réel dans la région est ainsi passée de 1,3 p.c. en 2001 à 4,2 p.c. en 2002. La Corée du Sud, la Malaisie, Singapour et Taiwan ont enregistré le redressement le plus important, grâce à un rétablissement vigoureux de la demande de produits informatiques. La croissance de l'économie a également été soutenue en Corée du Sud par une nette expansion de la demande intérieure. Dans le reste de la région, ce sont plutôt les exportations qui sont apparues comme le moteur de la croissance économique. Le niveau élevé de dépendance vis-à-vis des facteurs d'environnement externes accroît la vulnérabilité de ces économies aux perturbations de leur environnement international. Par contre, il est évident que la région tire profit, dans sa totalité, de la poursuite de la forte croissance de l'économie chinoise et de l'adhésion de ce pays à l'OMC. Ces éléments ont eu pour effet de favoriser l'expansion du commerce intrarégional.

TABLEAU 6 CROISSANCE EN CHINE ET DANS LES PAYS ÉMERGENTS D'ASIE ⁽¹⁾

(pourcentages de variation du PIB à prix constants par rapport à l'année précédente)

	2000	2001	2002
Chine	8,0	7,3	7,9
Corée du Sud	9,3	3,0	6,1
Hong Kong	10,4	0,2	1,5
Malaisie	8,3	0,5	3,5
Philippines	4,4	3,2	4,0
Singapour	10,3	-2,0	3,6
Taiwan	5,9	-1,9	3,3
Thaïlande	4,6	1,8	3,5

Sources : FMI, OCDE.

(1) À l'exclusion de l'Indonésie.

En 2002, l'économie chinoise a de nouveau crû à un rythme très soutenu, soit 7,9 p.c. contre 7,3 p.c. en 2001. Différents facteurs expliquent cette évolution. En premier lieu, les exportations de ce pays ont nettement progressé en 2002, à raison de 19,4 p.c., sous l'effet de la reprise observée aux États-Unis et surtout, chez les partenaires commerciaux asiatiques, ainsi que d'une nouvelle expansion des parts de marché. Cette situation est attribuable à la bonne position concurrentielle de la Chine, qui a été facilitée par l'afflux massif d'investissements directs étrangers. En second lieu, la progression de la demande intérieure s'est aussi accélérée, essentiellement en raison de la hausse sensible des investissements publics dans les infrastructures.

1.5 Union européenne

1.5.1 Zone euro

ACTIVITÉ

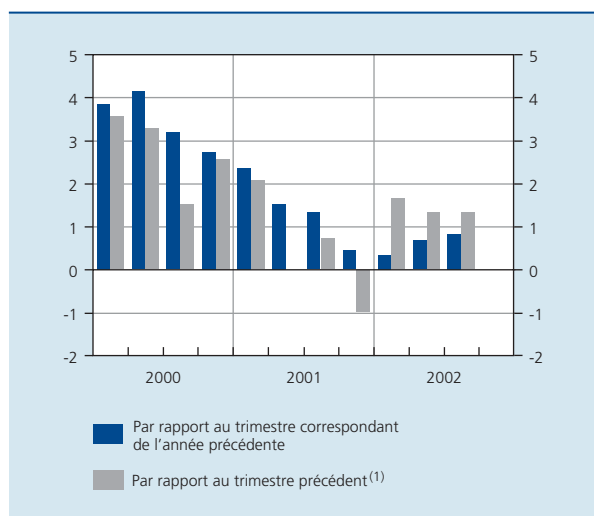
Alors que les « fondamentaux » macroéconomiques sont demeurés solides, l'économie de la zone euro n'est pas restée à l'abri des évolutions internationales. Les marchés financiers ont joué un rôle important dans la transmission à la zone euro d'effets émanant du reste du monde. Par ailleurs, le haut degré d'incertitude qui a caractérisé l'activité économique en 2002 s'est propagé par le biais de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Les échanges commerciaux ont bien entendu continué eux aussi d'exercer une influence importante dans la transmission internationale des évolutions de l'activité économique. En outre, la remontée du prix du pétrole à la suite des tensions géopolitiques a constitué un nouveau choc d'offre pour l'économie mondiale, et notamment pour la zone euro, qui est fort tributaire de l'énergie importée.

La détérioration de l'environnement international a largement contribué à la poursuite du ralentissement de la croissance de l'activité dans la zone en 2002. La progression du PIB, qui était déjà revenue à 1,5 p.c. en 2001, a fléchi à 0,8 p.c. en 2002. Cette évolution en moyenne annuelle masque néanmoins une reprise modeste de l'activité économique dès le début de l'année sous revue, alors que son rythme d'expansion n'avait pratiquement pas cessé de se ralentir en 2001, pour même faire place à un recul au dernier trimestre.

La demande intérieure a été décevante. En raison de l'atonie de la consommation privée et du recul des investissements en capital fixe, la progression des dépenses intérieures finales a été très faible, s'établissant à 0,3 p.c.,

GRAPHIQUE 10 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation à prix constants)



Source : CE.

(1) En pourcentage annuel. Données corrigées des variations saisonnières.

contre 1,4 p.c. en 2001. Dans l'ensemble, la contribution de ces dépenses à la hausse du PIB s'est limitée à 0,3 point de pourcentage, soit un peu moins que celle des exportations nettes, qui a représenté 0,4 point de pourcentage et a résulté surtout de la baisse des importations.

Alors que les dépenses de consommation des particuliers avaient déjà perdu de leur dynamique en 2001, leur progression tombant à 1,8 p.c., elles ne se sont accrues que de 0,6 p.c. pendant l'année sous revue. D'une part, le revenu disponible des ménages a sensiblement moins augmenté en 2002, entre autres en raison du plus faible nombre d'emplois créés, et le pouvoir d'achat a encore été érodé par des hausses de prix persistantes. D'autre part, la remontée du taux d'épargne des ménages constatée à partir de 2001 s'est poursuivie, sous l'effet, notamment, d'une mauvaise perception de l'évolution effective de leur pouvoir d'achat, des conséquences négatives pour leur patrimoine des fortes baisses des cours sur les marchés boursiers et des retombées négatives du climat d'incertitude générale sur leur confiance.

Les enquêtes d'opinion réalisées auprès des consommateurs montrent que la perception par ceux-ci de l'évolution de l'inflation s'est fortement détériorée au cours de l'année sous revue, alors que pourtant, le rythme d'accroissement des prix à la consommation est demeuré relativement stable. Cette perception biaisée a pu contribuer à freiner la consommation des ménages, qui ont pu ne pas apprécier à sa juste mesure l'évolution effective

de leur pouvoir d'achat. Ainsi qu'on le commente dans le chapitre consacré à l'évolution des prix en Belgique, elle semble avoir été provoquée par une estimation tronquée de l'évolution des prix à la suite du passage à l'euro fiduciaire. Dans ce contexte, le renchérissement de certains produits de consommation courante, en particulier dans les services comme l'Horeca, peut avoir joué un rôle particulier dans la manière dont les consommateurs perçoivent l'inflation, alors que ces produits ne représentent qu'une partie réduite des articles de consommation inclus dans l'IPCH.

TABEAU 7 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

	2000	2001	2002
<i>Dépenses à prix constants</i>			
Demande intérieure finale	3,0	1,4	0,3
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	2,6	1,8	0,6
Pouvoirs publics	2,2	1,9	2,1
Formation brute de capital fixe			
Logements	1,2	-2,7	-0,6
Entreprises	7,0	0,0	-2,7
Pouvoirs publics	3,5	3,6	-0,2
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,0	-0,4	0,0
Exportations nettes de biens et services ⁽¹⁾	0,6	0,5	0,4
Exportations	12,6	2,7	0,6
Importations	11,3	1,4	-0,7
PIB	3,6	1,5	0,8
<i>Marché du travail</i>			
Emploi	2,3	1,5	0,4
Chômage ⁽²⁾	8,4	8,0	8,3
<i>Prix et coûts</i>			
Prix à la consommation	2,4	2,5	2,3
Coûts salariaux unitaires dans les entreprises	1,0	2,7	2,3
Prix des importations de biens	9,1	0,4	-1,4
<i>Balance des paiements</i>			
Balance des opérations courantes ⁽³⁾	-0,4	0,1	0,9
<i>p.m. Idem, corrigée du commerce transfrontalier à l'intérieur de la zone euro</i> ⁽³⁾ . . .	-0,9	0,0	0,6

Sources : CE, OCDE.

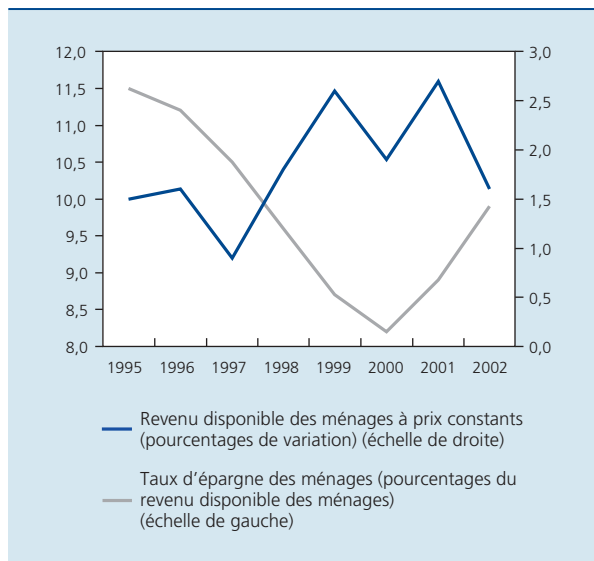
(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.

(3) Pourcentages du PIB.



GRAPHIQUE 11 REVENU DISPONIBLE ET TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES DANS LA ZONE EURO



Source : OCDE.

Par ailleurs, l'érosion du patrimoine des ménages après les fortes chutes des cours des actions a également influencé la consommation privée à la baisse. Si le patrimoine des ménages de la zone euro n'est investi que dans une mesure relativement limitée dans les actions, même lorsque l'on tient compte des acquisitions indirectes par le biais notamment des OPC, des fonds de pensions ou des compagnies d'assurance-vie, il n'en demeure pas moins que les pertes consécutives au krach boursier ont été particulièrement amples, sans parler de la rapidité avec lesquelles celles-ci se sont produites. Leur incidence sur la consommation est certes modeste, mais elle n'en est pas pour autant négligeable, puisque selon de premières estimations publiées par la BCE dans son bulletin mensuel de septembre 2002, un repli persistant de 10 p.c. du cours des actions entraînerait à long terme un recul de la consommation de l'ordre de 0,06 à 0,19 p.c. Elle a pu toutefois être endiguée dans une certaine mesure par les effets de l'évolution des prix des logements : même s'il a légèrement régressé par rapport aux deux années précédentes, le rythme d'accroissement annuel de ces prix était toujours relativement élevé au premier trimestre de 2002, avoisinant 6 p.c.

Enfin, l'affaiblissement de la confiance des consommateurs a également pesé sur les dépenses de consommation des particuliers. L'indicateur de confiance, qui avait atteint un niveau très élevé en 2000, pour mollir ensuite considérablement en 2001, notamment à la suite des attentats du 11 septembre, ne s'est pas durablement redressé dans le

courant de l'année sous revue, en raison des incertitudes planant sur la situation économique générale, ainsi que, selon toute vraisemblance, des tensions géopolitiques internationales et de la poursuite de l'effondrement des cours boursiers. À partir d'octobre, il a même accusé un net repli, revenant en décembre à son niveau le plus bas depuis plus de cinq ans.

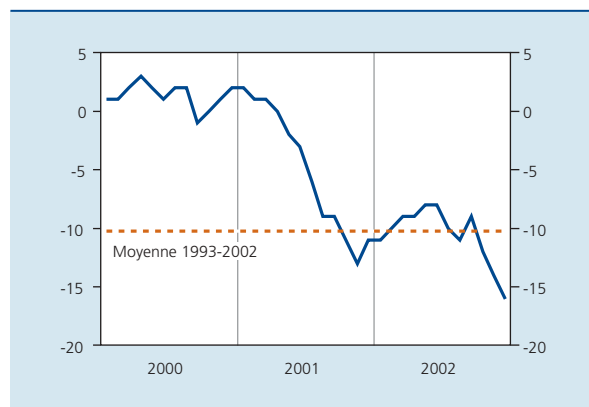
L'évolution des investissements est elle aussi demeurée décevante au cours de l'année sous revue, puisque le recul entamé depuis le début de 2001 ne s'est pas interrompu. Les investissements en logements ont de nouveau reflué, mais à un rythme moindre que l'année précédente, de 0,6 p.c. contre 2,7 p.c. Les investissements publics se sont quelque peu réduits, alors qu'ils avaient encore progressé de 3,6 p.c. en 2001. La contraction la plus importante a été enregistrée au niveau de la formation brute de capital fixe des entreprises.

Les entreprises ont réduit leurs investissements de 2,7 p.c. en 2002, en raison de l'importance des marges inutilisées des capacités de production, des mauvais résultats d'exploitation, des médiocres perspectives de vente et, peut-être, de possibilités de financement plus restreintes ou plus onéreuses.

Ainsi, le taux d'utilisation des capacités de production, qui avait vivement reculé tout au long de 2001, s'est maintenu pendant l'année sous revue à un niveau légèrement inférieur à celui enregistré en moyenne au cours des dix dernières années.

GRAPHIQUE 12 CONFIANCE DES CONSOMMATEURS DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières)



Source : CE.

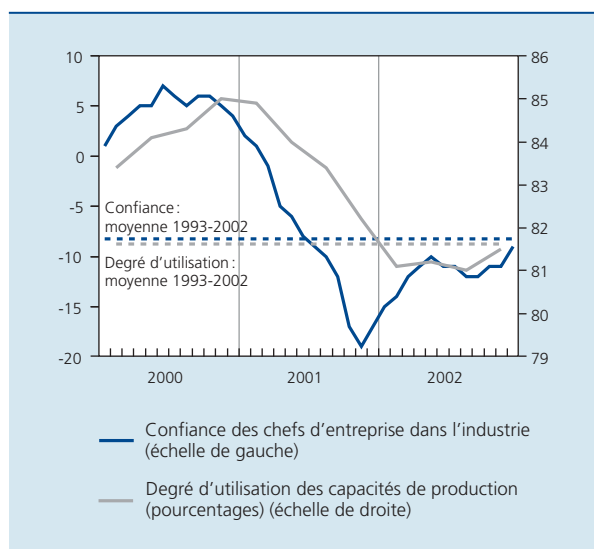
Les résultats décevants des entreprises et l'incertitude des perspectives de vente se sont reflétés dans l'évolution de l'indicateur de confiance des entreprises industrielles de la zone euro. Alors que selon cet indicateur, la confiance des chefs d'entreprise s'était sensiblement redressée à la fin de 2001 et au premier trimestre de l'année sous revue, elle a ensuite marqué le pas.

Il est également possible que les évolutions boursières aient pesé sur les investissements en limitant les possibilités de financement. Les effets directs de l'évolution des cours boursiers sur le financement des investissements des entreprises sont demeurés peu importants, dans la mesure où les entreprises de la zone euro recourent bien moins pour se financer à l'émission d'actions que celles des États-Unis, par exemple. Encore faut-il noter que ce type de financement a gagné en importance les dernières années. Les autres possibilités de financement ont peut-être elles aussi été mises sous pression, notamment en raison, comme montré dans le chapitre consacré à la stabilité financière, de la majoration des primes de risque associées aux obligations d'entreprises moins bien notées.

Contrairement aux États-Unis, la croissance dans la zone euro n'a pas été soutenue au cours de l'année sous revue par un retournement du cycle des stocks : ceux-ci ont en effet diminué dans des proportions comparables à celles de 2001, de sorte que leur variation n'a pas contribué à la croissance du PIB.

GRAPHIQUE 13 CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE ET DEGRÉ D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS LA ZONE EURO

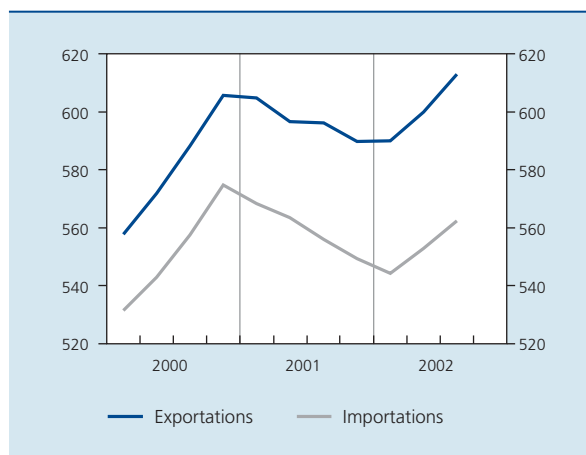
(données corrigées des variations saisonnières)



Source : CE.

GRAPHIQUE 14 ÉCHANGES DE BIENS ET SERVICES DE LA ZONE EURO

(milliards d'euros à prix constants, données corrigées des variations saisonnières)



Source : CE.

Les exportations de biens et de services n'ont augmenté que lentement en 2002, à savoir de 0,6 p.c., contre 2,7 p.c. l'année précédente. Cette croissance est imputable seulement à l'augmentation de 1,4 p.c. des débouchés de la zone euro. Par contre, les parts de marché, qui avaient progressé en 2001 de 2,1 p.c., ont diminué de 0,7 p.c., en raison non seulement de l'appréciation de l'euro, mais aussi de la participation croissante des économies émergentes, en particulier la Chine, au commerce mondial. Les importations ont pour leur part reflué de 0,7 p.c. au cours de l'année sous revue, après s'être accrues de 1,4 p.c. en 2001. Dans l'ensemble, les exportations nettes ont apporté une contribution positive à la croissance en 2002.

Si, en moyenne annuelle, les exportations et les importations ont été caractérisées par une relative atonie, leur évolution en cours d'année a en revanche été plus positive, s'inscrivant dans le rythme d'une reprise progressive de l'activité économique. L'incidence favorable de ces développements sur la balance commerciale a, par ailleurs, été renforcée par une amélioration des termes de l'échange, de 1 p.c. environ, consécutive principalement à l'appréciation de l'euro sur les marchés des changes.

De l'examen de l'évolution de l'activité dans les différents pays de la zone euro, il ressort que si l'on excepte la Finlande, le ralentissement de la croissance a été généralisé en 2002. Il ne s'est pas limité aux trois grandes économies de la zone euro, mais a également touché des pays qui avaient progressé sensiblement plus vite que l'ensemble de la zone durant la seconde moitié des années

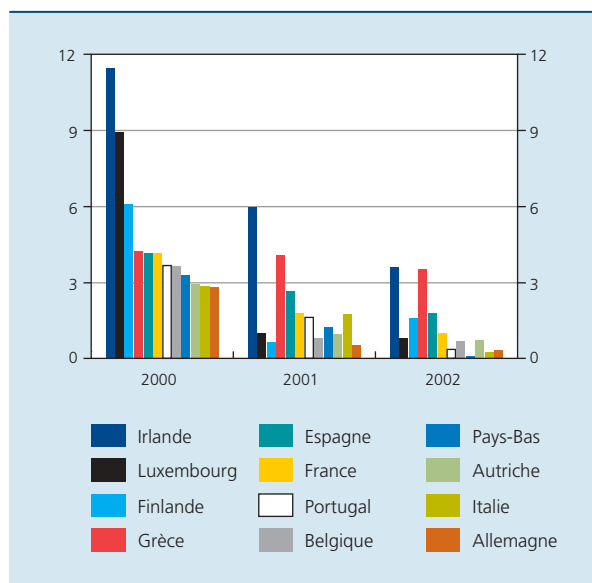
nonante, notamment l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et les Pays-Bas. Les écarts de croissance au sein de la zone euro se sont resserrés, comme du reste en 2001.

Étant donné l'incidence qu'elles exercent sur la zone euro, les piètres performances de l'économie allemande méritent d'être examinées plus en détail. C'est surtout l'atonie de la demande intérieure qui constitue une source de préoccupation grandissante dans la mesure où elle accroît la dépendance vis-à-vis de l'étranger et la vulnérabilité aux chocs externes tant de l'Allemagne que de l'ensemble de la zone euro.

Pendant l'année sous revue, l'activité économique n'a progressé que de 0,4 p.c. en Allemagne. Ce résultat vient à la suite d'une décennie de croissance médiocre et de demande intérieure faible par rapport à la moyenne des autres pays de la zone euro. Ainsi, en Allemagne, le PIB s'est en moyenne accru de 1,3 p.c. au cours de la période comprise entre 1993 et 2002, contre 1,9 p.c. dans l'ensemble de la zone euro. Une analyse des contributions apportées par les facteurs de production à la croissance économique met en exergue le rôle prédominant joué par la contribution insuffisante du facteur de production travail dans l'explication de la croissance relativement faible enregistrée en Allemagne. Tant la population en âge de travailler que la proportion de celle-ci occupant un emploi ont en effet progressé, dans ce pays, moins que dans le

GRAPHIQUE 15 PIB DES DIFFÉRENTS PAYS DE LA ZONE EURO

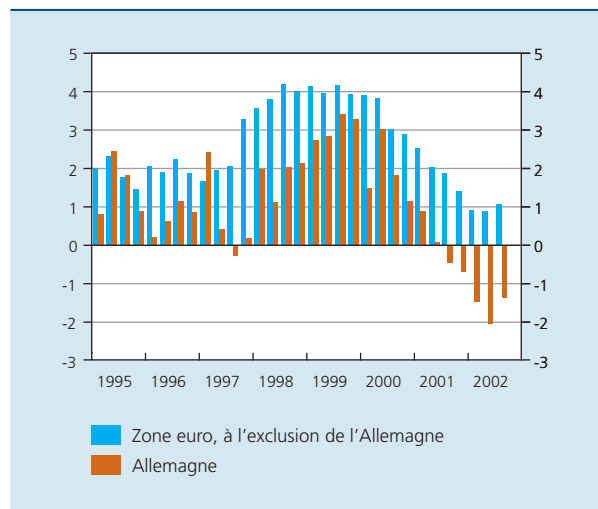
(pourcentages de variation à prix constants par rapport à l'année précédente)



Source : OCDE.

GRAPHIQUE 16 DEMANDE INTÉRIEURE EN ALLEMAGNE ET DANS LES AUTRES PAYS DE LA ZONE EURO

(pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Source : CE.

reste de la zone euro. Entre 1993 et 2002, les effectifs occupés ont en moyenne augmenté de seulement 0,2 p.c. par an en Allemagne, contre 0,8 p.c. dans la zone euro.

La quasi-stagnation de l'emploi en Allemagne doit être considérée en tenant compte de la structure du marché du travail dans ce pays. Le chômage de longue durée relativement élevé, les importantes disparités régionales du taux de chômage et l'inadéquation entre les qualifications requises des travailleurs et la formation dont ceux-ci disposent sont, en effet, des indications des imperfections structurelles de ce marché. Bien que ces déficiences ne soient pas toujours spécialement plus accusées que dans d'autres grands pays européens, il apparaît cependant que le marché du travail allemand était insuffisamment armé pour absorber l'important choc asymétrique de l'unification. En particulier, des défauts spécifiques, tels que l'existence de pièges à l'emploi et une différenciation salariale insuffisante, ainsi que la réglementation relativement stricte des contrats d'emploi à durée indéterminée ordinaires, sont autant de facteurs qui ont contribué à la faiblesse persistante régnant sur le marché du travail. En 2002, des efforts ont été entrepris pour accroître la flexibilité de ce marché et une nouvelle législation est entrée en vigueur – la loi « Job-AQTIV » – en vue de remettre les chômeurs au travail et d'accroître l'efficacité du service public d'emploi.

Le financement du coût considérable de la réunification a par ailleurs amené les autorités allemandes à alourdir sensiblement la pression fiscale et parafiscale. Cet alourdissement, combiné à la faible croissance de l'emploi, s'est traduit par une augmentation du revenu disponible réel des ménages plus lente en Allemagne que dans les autres pays de la zone euro au cours de la période comprise entre 1993 et 2002, ce qui a concouru à la croissance relativement moins élevée de la consommation privée en Allemagne.

Outre la croissance plus lente du revenu disponible réel des ménages par rapport à la zone euro, l'atonie de la demande intérieure en Allemagne au cours des deux dernières années semble également être en partie imputable à des facteurs spécifiques. Ainsi, l'Allemagne a dû faire face à une saturation de son marché de l'immobilier, notamment à la suite de surinvestissements en ex-Allemagne de l'Est, ce qui a contribué à l'effondrement des investissements dans le secteur de la construction. Par ailleurs, la contraction des investissements en équipements, observée depuis 2001, aurait en partie été un mouvement de correction après la vive expansion de 2000, entre autres en raison de l'introduction le 1^{er} janvier 2001 de règles fiscales d'amortissement moins favorables qui avaient incité les entreprises à anticiper leurs dépenses d'investissement.

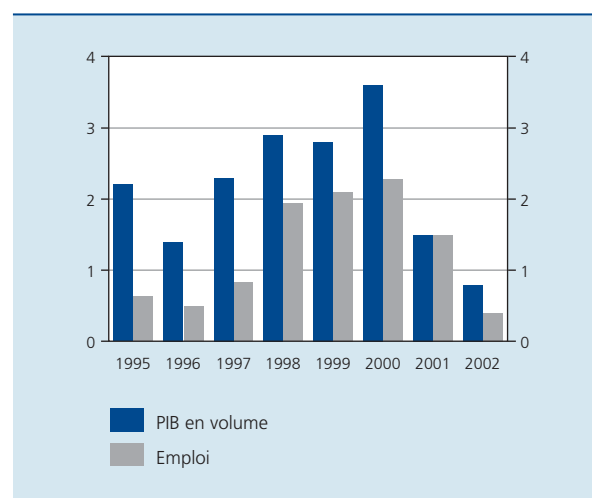
MARCHÉ DU TRAVAIL

Dans la zone euro, en raison du décalage entre l'évolution de l'activité économique et celle de l'emploi, les créations de postes de travail avaient commencé à ralentir progressivement en 2001, pour atteindre en moyenne 1,5 p.c., contre 2,3 p.c. en 2000. La décélération s'est poursuivie pendant l'année sous revue, les effectifs occupés n'ayant plus augmenté que de 0,4 p.c. Elle a été observée principalement dans l'industrie et, dans une moindre mesure, dans les services. Ceux-ci, et notamment les services financiers et les services aux entreprises, ont cependant encore apporté une contribution positive à la croissance de l'emploi. Si la progression de celui-ci a donc été nettement inférieure en 2001 et surtout, en 2002, à la moyenne des années 1998 à 2000, elle a néanmoins accusé un déclin moins marqué que ce que l'évolution de la croissance économique aurait pu laisser prévoir sur la base de l'expérience passée, témoignant ainsi d'une certaine résistance du marché du travail. Corrélativement, le taux de chômage n'a augmenté que dans une mesure limitée, de 8 à 8,3 p.c., d'autant que, dans le même temps, l'accroissement de la population active s'est ralenti.

Le taux d'activité a continué à augmenter, passant de 69,9 p.c. en 2001 à 70,2 p.c., contre une moyenne de 67,8 p.c. dans les années 1991-2000. Le taux d'emploi, pour sa part, est passé de 62,9 p.c. en 2001 à 63 p.c. au cours de l'année sous revue, contre une moyenne de 59,5 p.c. pour la période 1991-2000. Cela signifie qu'en dépit du recul de la croissance économique et de l'effet de celui-ci sur l'emploi, certains progrès ont été réalisés dans la concrétisation des objectifs du Conseil européen de Lisbonne.

Conformément aux conclusions du sommet de Luxembourg en 1997, la CE a procédé en 2002 à l'évaluation de la stratégie européenne pour l'emploi au terme de ses cinq premières années d'existence. Depuis 1997, plus de dix millions de nouveaux postes de travail ont été créés et le chômage a reculé de plus de quatre millions d'unités. La conjoncture favorable de la fin des années nonante n'a pas été seule à favoriser cette évolution, puisque ces bons résultats ont aussi une dimension structurelle, comme le montre notamment l'accroissement de l'intensité en emplois de la croissance. Cette intensité plus grande résulte en premier lieu des efforts de modération salariale mis en œuvre dans un grand nombre des pays de l'UE depuis le début des années nonante, mais il semble que la stratégie européenne pour l'emploi ait incité la plupart des États membres à développer une approche plus cohérente de la problématique du marché du travail. L'apprentissage tout au long de la vie, l'attention portée à la qualité de l'emploi, la nécessité de moderniser les services de placement, la réduction des disparités entre les

GRAPHIQUE 17 EMPLOI ET ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Source : OCDE.



sexes sont autant d'exemples des défis qui sont mis à l'ordre du jour de la politique du marché du travail des États membres par le processus de la stratégie européenne pour l'emploi, notamment par la diffusion entre les pays des politiques qui apparaissent comme des exemples de meilleure pratique.

Même si, au cours des cinq dernières années, des progrès structurels ont été enregistrés dans les évolutions du marché du travail, celui-ci présente encore de nombreuses faiblesses importantes dans la plupart des États membres. Ainsi, les régimes d'imposition et d'allocations sont demeurés en général trop défavorables à l'emploi, même si un retournement positif, encore timide, s'est récemment produit dans plusieurs États membres. Par ailleurs, le chômage structurel reste trop élevé, et les écarts régionaux en matière de performances des marchés du travail ne se sont pas réduits, au contraire. En ce qui concerne la participation des travailleurs plus âgés au marché du travail, les avancées ont été minimes. En 2001, le taux d'emploi des personnes de 55 à 64 ans dans l'UE s'est établi à 38,5 p.c., soit plus de 11 points de pourcentage au-dessous de l'objectif de 50 p.c. fixé lors du sommet de Stockholm, en mars 2001. Le Conseil européen de Barcelone de mars 2002 a donc demandé expressément d'accroître les efforts visant à maintenir les travailleurs âgés sur le marché du travail, notamment par le biais de formules de mise à la retraite flexibles, d'un accès plus aisé à l'apprentissage tout au long de la vie et en décourageant financièrement les retraites anticipées. L'UE s'est fixée à cette occasion comme nouvel objectif, pour 2010, de relever progressivement de cinq ans l'âge du départ effectif à la retraite. Dans le cadre de l'évaluation quinquennale du processus de Luxembourg, une réforme de la stratégie européenne pour l'emploi est en préparation. Elle devrait s'appuyer encore davantage sur des objectifs quantitatifs clairs, de façon à pouvoir évaluer les politiques menées. Elle comporterait par ailleurs une simplification et une diminution des lignes directrices pour l'emploi. Il est toutefois d'ores et déjà acquis qu'à partir de 2003, pour assurer une plus grande cohérence de la coordination des politiques dans l'UE, les lignes directrices pour l'emploi ne seront plus soumises pour conclusion au Conseil européen de décembre, mais en même temps que les grandes orientations de politiques économiques, lors du sommet de juin.

PRIX ET COÛTS

Malgré la diminution de moitié de la croissance du PIB, le rythme de progression des prix à la consommation dans la zone euro ne s'est ralenti que faiblement, revenant de 2,5 p.c. en 2001 à 2,3 p.c.

Cette légère décélération de l'inflation masque des évolutions divergentes entre les différents pays membres. Ainsi, l'inflation mesurée par l'IPCH a reculé dans la majorité d'entre eux, revenant souvent à un niveau inférieur à 2 p.c. ou proche de cette valeur. Ce repli a toutefois été contrebalancé par un profil inverse dans d'autres pays, notamment en Espagne, en Grèce et en Irlande, où l'inflation mesurée par l'IPCH s'est établie dans une fourchette de 3,6 à 4,7 p.c. L'évolution des prix dans les différents pays de la zone euro au cours de l'année sous revue a dès lors accentué l'écart entre, d'une part, un groupe de pays présentant un taux d'inflation relativement bas, qui comprend l'Allemagne, la France, la Belgique, l'Autriche, le Luxembourg et la Finlande, d'autre part, plusieurs pays affichant un rythme élevé de hausse des prix, en particulier l'Irlande.

La progression des coûts salariaux par unité produite des entreprises de la zone euro s'est quelque peu ralentie, passant de 2,7 p.c. en 2001 à 2,3 p.c. au cours de l'année sous revue. Cela n'en constitue pas moins une sensible accélération par rapport à 2000, consécutive au ralentissement cyclique de la productivité, qui a été amplifié par la bonne tenue de l'emploi. Après les gains élevés réalisés en 2000, la croissance de la productivité dans les entreprises est nettement retombée, pour être quasiment nulle aussi bien en 2001 qu'en 2002. En 2001, l'absence de gains de productivité avait été de pair avec une hausse des coûts salariaux par travailleur de 2,6 p.c. : bien que modérée, cet accroissement avait néanmoins été plus

TABLEAU 8 INFLATION DANS LES DIFFÉRENTS PAYS DE LA ZONE EURO

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

	2001	2002
Allemagne	2,4	1,3
France	1,8	1,9
Italie	2,3	2,6
Espagne	2,8	3,6
Pays-Bas	5,1	3,9
Belgique	2,4	1,6
Autriche	2,3	1,7
Finlande	2,7	2,0
Grèce	3,7	3,9
Portugal	4,4	3,7
Irlande	4,0	4,7
Luxembourg	2,4	2,1

Source : CE.

rapide que ceux enregistrés en moyenne dans la seconde moitié des années nonante. La hausse des coûts salariaux par personne occupée a encore été un peu plus forte en 2002, atteignant 2,7 p.c.

L'évolution des coûts intérieurs a toutefois été atténuée par celle des prix à l'importation. En dépit de la hausse modeste des prix des matières premières et des produits de base, exprimés en dollar, les prix à l'importation des biens ont diminué de 1,4 p.c. pendant l'année sous revue, à la suite de l'appréciation de l'euro sur les marchés des changes.

BALANCE DES PAIEMENTS ET ÉVOLUTION DU COURS DE CHANGE DE L'EURO

La balance des opérations courantes de la zone euro a continué de s'améliorer au cours de l'année sous revue. D'après les données de la BCE, qui ne portent en principe que sur le commerce extra-zone euro, un excédent de 40,9 milliards d'euros a été dégagé pendant les dix premiers mois de l'année sous revue, alors qu'un déficit de 18,7 milliards d'euros avait été observé lors de la période correspondante de l'année précédente. Cet affermissement est essentiellement lié à l'accroissement du boni laissé par les opérations sur marchandises, qui est passé de 56,5 milliards d'euros à 107,9 milliards d'euros, en conséquence de la hausse, de 2,2 p.c., des exportations mais surtout de la contraction, de 4 p.c., des importations. La progression de l'excédent des opérations sur services ainsi que la réduction du déficit des transferts courants ont aussi contribué, encore que dans une moindre mesure, à améliorer le solde du compte courant. Alors que la balance courante avait été en quasi-équilibre en 2001, elle aurait dégagé au cours de l'année sous revue un surplus de 0,6 ou 0,9 p.c. du PIB, selon que l'on exclut ou non des statistiques les échanges intra-zone euro.

L'excédent du compte de capital s'est légèrement accru au cours des dix premiers mois de 2002 par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Dans le cas du compte financier, un retournement s'est produit dans l'ensemble des mouvements de capitaux liés aux investissements directs et de portefeuille, qui sont passés de sorties nettes de 79,8 milliards d'euros en 2001 à des entrées nettes de 39,5 milliards d'euros au cours de l'année sous revue. Ce mouvement s'explique d'abord par la diminution des investissements directs à l'étranger effectués par les résidents de la zone euro : étant donné que les entreprises de la zone euro avaient beaucoup investi outre-Atlantique ces dernières années, cette évolution peut être mise en rapport avec la lenteur de la reprise économique aux États-Unis, ainsi qu'avec

TABLEAU 9 BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO
(milliards d'euros)

	2001 ⁽¹⁾	2002 ⁽¹⁾
Solde du compte des opérations courantes	-18,7	40,9
Marchandises	56,5	107,9
Services	2,0	9,3
Revenus	-37,8	-37,8
Transferts courants	-39,5	-38,4
Solde du compte de capital	8,0	10,4
Solde du compte financier	-30,5	-113,5
Investissements directs	-114,0	-29,7
Prises de participations et bénéfices réinvestis	-68,5	-39,6
Autres opérations, principale- ment prêts intragroupes	-45,6	9,9
Investissements de portefeuille	34,2	69,2
Actions	101,9	25,6
Titres de créance	-67,7	43,6
<i>p.m. Solde des investissements directs et de portefeuille</i>	-79,8	39,5
Produits financiers dérivés	0,2	-9,2
Autres investissements ⁽²⁾	37,2	-145,1
Avoirs de réserve	11,9	1,3
Erreurs et omissions	41,3	62,2

Source : BCE.

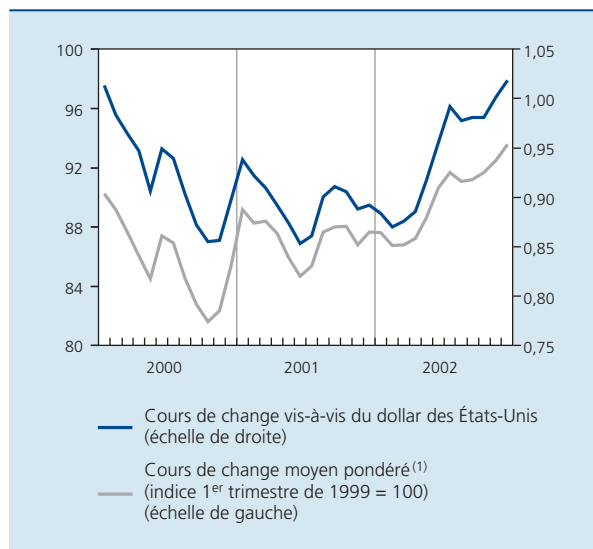
(1) Dix premiers mois de l'année.

(2) Soit, pour l'essentiel, le solde découlant des nouveaux engagements financiers des IFM envers les non-résidents de la zone euro et de leur formation d'actifs financiers sur ceux-ci, à l'exclusion des opérations relatives aux avoirs de réserve de l'Eurosystème.

les incertitudes pesant sur la productivité dans ce pays. Il s'explique ensuite par une augmentation des entrées nettes de capitaux au titre des investissements de portefeuille. Cette dernière augmentation s'est produite en dépit d'un recul des entrées nettes au titre d'actions. Dans le contexte des baisses de cours sur les marchés boursiers, les mouvements de capitaux transfrontaliers relatifs aux actions se sont manifestement repliés de manière sensible. Le repli des achats d'actions dans la zone euro par des résidents étrangers a toutefois dépassé celui des achats effectués par des résidents de la zone euro à l'étranger. Le recul des entrées nettes de capitaux qui en a résulté a néanmoins été largement compensé par les mouvements de capitaux liés aux titres de créance. En conséquence notamment de l'écart positif croissant entre les taux d'intérêt à long terme dans la zone euro et aux États-Unis, les achats de titres de créance par des résidents hors zone euro se sont sensiblement accrus, alors que dans le sens inverse, ils ont baissé.


GRAPHIQUE 18 COURS DE CHANGE DE L'EURO

(moyennes mensuelles)



Source : BCE.

(1) Par rapport aux monnaies des douze principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

L'euro s'est considérablement apprécié sur le marché des changes au cours de l'année sous revue. Cette évolution a coïncidé avec une forte baisse du cours de change du dollar. Pendant les premiers mois de 2002, l'optimisme des marchés à l'égard des perspectives de croissance économique aux États-Unis par rapport au reste du monde a continué de soutenir le dollar. À partir de mars, celui-ci a toutefois amorcé un mouvement de baisse. Durant les mois suivants, le dollar s'est nettement replié sous l'effet des inquiétudes des opérateurs de marché quant à la soutenabilité de la reprise économique, ainsi qu'à la crédibilité des informations financières et des bénéfices publiés par les entreprises aux États-Unis. De même, la prise de conscience croissante de l'ampleur du déficit courant américain et l'anticipation d'un déficit budgétaire important dans ce pays semblent avoir œuvré en défaveur du dollar. La faiblesse du dollar s'est manifestée, dans une large mesure, par rapport à l'euro. Celui-ci a pu tirer profit, vis-à-vis du dollar, de l'écart des taux à long terme, qui s'est creusé à partir du mois d'avril en faveur de la zone euro. Globalement, le cours de change de l'euro exprimé en dollar a progressé de 14 p.c. environ entre février et juillet. Dans la seconde quinzaine de juillet, l'euro a dépassé temporairement la parité avec le dollar. Entre août et octobre, le cours de change de l'euro exprimé en dollar s'est stabilisé, avant de hausser de nouveau en novembre, pour renouer de manière quasiment permanente avec la parité, voire même la dépasser significativement dans la seconde moitié de décembre. En moyenne, sur l'ensemble

de l'année 2002, le cours de change moyen pondéré de l'euro a progressé de 3 p.c. par rapport à l'année précédente; la hausse a atteint 5,6 p.c. pour le cours bilatéral de l'euro par rapport au dollar. Depuis son creux d'octobre 2000, le cours de change moyen pondéré de l'euro a progressé de 14,7 p.c.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Les finances publiques se sont notablement détériorées dans la zone euro depuis 2000. Abstraction faite des produits de la vente des licences UMTS, le besoin de financement des pouvoirs publics de l'ensemble de la zone est passé de 1 p.c. du PIB en 2000 à 1,5 p.c. en 2001 et à 2,3 p.c. au cours de l'année sous revue. D'après les prévisions économiques d'automne 2002 de la CE, la détérioration a concerné la plupart des pays de la zone euro. Ainsi, entre 2000 et 2002, les surplus budgétaires de la Finlande, du Luxembourg, de l'Irlande et des Pays-Bas ont reculé ou se sont mués en un déficit, tandis que les déficits du Portugal, de l'Italie, de l'Allemagne et de la France se sont creusés. Dans les autres pays, cependant, la situation budgétaire est restée quasiment stable ou s'est améliorée.

Dans la plupart des pays de la zone euro, le solde réalisé en 2002 a été moins bon que prévu dans les programmes de stabilité présentés à la fin de 2001 ou au début de 2002. Toutefois, le solde budgétaire réalisé en Finlande a été supérieur aux attentes et l'objectif a été tenu en Espagne, tout comme selon les estimations de la Banque, en Belgique.

Seuls quatre pays ont dégagé en 2002 un budget en équilibre ou en excédent. La Finlande et le Luxembourg ont enregistré un surplus, alors que l'Espagne et la Belgique ont affiché un équilibre budgétaire. Dans les autres pays, le déficit est resté relativement modeste aux Pays-Bas, en Irlande, en Grèce et, dans une moindre mesure, en Autriche. En Italie et en France, par contre, il a approché le seuil des 3 p.c. du PIB défini par le traité de Maastricht pour le déficit public, en s'établissant respectivement à 2,4 et 2,7 p.c. du PIB; au Portugal et en Allemagne, ce plafond a même été largement crevé, puisque le besoin de financement a été respectivement de 3,4 et 3,8 p.c. du PIB.

Bien que le déficit budgétaire du Portugal ait atteint 3,4 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue, la situation de ce pays s'est améliorée par rapport à 2001. En juillet 2002, les pouvoirs publics portugais ont en effet indiqué que le besoin de financement avait atteint 4,1 p.c. du PIB en 2001, au lieu des 2,2 p.c. annoncés en mars 2002. Suivant le calendrier prévu par le pacte de stabilité et de

TABLEAU 10 BESOIN (-) OU CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2000	2001	2002		
			Réalisation ⁽²⁾	Objectif dans les programmes de stabilité nationaux ⁽³⁾	Différence
Allemagne	-1,4	-2,8	-3,8	-2,0 ⁽⁴⁾	-1,8
France	-1,3	-1,5	-2,7	-1,4 ⁽⁴⁾	-1,3
Italie	-1,7	-2,2	-2,4	-0,5	-1,9
Espagne	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
Pays-Bas	1,5	0,1	-0,8	0,4	-1,2
Belgique	0,1	0,2	0,0 e	0,0	0,0 e
Autriche	-1,9	0,2	-1,8	0,0	-1,8
Finlande	7,0	4,9	3,6	2,6	1,0
Grèce	-1,8	-1,7	-1,3	0,8	-2,1
Portugal	-3,2	-4,1	-3,4	-1,8	-1,6
Irlande	4,4	1,5	-1,2	0,7	-1,9
Luxembourg	5,6	6,1	0,5	2,8	-2,3
Zone euro	-1,0	-1,5	-2,3	-0,9	-1,4

Sources : CE, programmes de stabilité nationaux, BNB.

(1) Abstraction faite du produit de la vente des licences UMTS.

(2) D'après les prévisions économiques d'automne 2002 de la CE.

(3) Mises à jour établies à la fin de 2001 ou au début de 2002.

(4) À l'occasion de l'évaluation des mises à jour des programmes de stabilité nationaux par le Conseil Ecofin, le 12 février de l'année sous revue, l'Allemagne et la France ont annoncé qu'elles ne pourraient pas se conformer à la trajectoire prévue dans leur programme actualisé, le déficit public pour 2002 étant révisé à respectivement 2,5 et 1,8 p.c. du PIB.

croissance, la procédure concernant les déficits publics excessifs a été mise en œuvre à l'encontre du Portugal, et il a été décidé, lors du Conseil Ecofin du 5 novembre 2002, que ce pays présentait un déficit public excessif. Conformément aux recommandations du Conseil, le Portugal avait jusqu'au 31 décembre 2002 au plus tard pour prendre les mesures qui s'imposaient en vue de remédier à cette situation et faire en sorte que le besoin de financement soit nettement inférieur aux 3 p.c. du PIB en 2003 et que le ratio de la dette se maintienne au-dessous des 60 p.c. du PIB.

L'augmentation du besoin de financement des pouvoirs publics en Allemagne à un niveau très supérieur à 3 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue a entraîné le lancement de la procédure concernant les déficits publics excessifs à l'encontre de ce pays en novembre 2002. Le déficit public excessif de l'Allemagne a découlé certes pour partie de la mauvaise conjoncture, mais aussi de l'orientation donnée dans ce pays à la politique budgétaire : d'une part, le déficit corrigé des variations conjoncturelles s'est aggravé à partir de l'année 2000, d'autre part, les conditions de croissance favorables observées

dans les années 1998-2000 ont été insuffisamment mises à profit pour renforcer la situation budgétaire.

Conformément au volet préventif du pacte de stabilité et de croissance, la CE a recommandé au Conseil de donner un signal d'alerte précoce à la France, afin d'éviter un déficit public excessif dans ce pays. Le besoin de financement y a approché le seuil des 3 p.c. du PIB en 2002 et devrait continuer à tutoyer cette barre en 2003.

La détérioration des situations budgétaires en 2002 a manifestement été liée en grande partie à des facteurs cycliques, non seulement dans l'ensemble de la zone euro mais aussi dans la plupart des pays membres. Cela signifie que les stabilisateurs automatiques ont joué et, partant, soutenu l'activité économique. La croissance a également été stimulée par des impulsions discrétionnaires. Ainsi, le surplus primaire corrigé des variations conjoncturelles, qui est une référence importante pour l'orientation des politiques budgétaires, est revenu de 2,1 p.c. du PIB en 2001 à 1,8 p.c. pour l'ensemble de la zone euro. Six États membres, dont certains de ceux qui n'ont pas respecté pleinement leurs engagements dans le cadre du pacte de



stabilité et de croissance, ont opté pour une politique budgétaire expansionniste. Dans les autres États membres, en revanche, le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles est resté inchangé ou s'est même amélioré.

La dette publique, exprimée en pourcentages du PIB, s'est accrue en 2002 dans trois pays de la zone euro, à savoir l'Allemagne, la France et le Portugal. Avec un niveau de 60,9 p.c., la dette publique de l'Allemagne a dépassé légèrement le seuil de 60 p.c. du PIB fixé dans le traité sur l'UE. Compte tenu de ces évolutions, le ratio de la dette publique pour l'ensemble de la zone euro aurait cessé de diminuer, pour la première fois depuis 1996.

La détérioration significative des résultats budgétaires dans certains pays membres porte préjudice à la crédibilité d'ensemble de la politique budgétaire dans la zone euro. En vue de pallier cette évolution, la CE a adopté le 27 novembre 2002 une série de propositions visant à renforcer la coordination des politiques budgétaires dans l'UE, qui ont été soumises au Conseil Ecofin en vue d'un accord politique. L'une de ses propositions a toutefois déjà fait l'objet d'un accord préalable au sein de l'Eurogroupe lors de sa session du 8 octobre, à savoir le principe selon lequel les États qui ne sont pas encore parvenus à équilibrer leur budget devront faire en sorte de réduire leur déficit structurel d'au moins 0,5 p.c. du PIB par an.

TABLEAU 11 SOLDE PRIMAIRE CORRIGÉ DES VARIATIONS CONJONCTURELLES DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2000	2001	2002
Allemagne	1,5	0,5	0,0
France	1,1	1,2	0,5
Italie	4,3	4,0	4,0
Espagne	1,9	2,4	2,8
Pays-Bas	3,3	2,3	2,7
Belgique	5,7	6,3	6,3
Autriche	1,1	3,4	2,2
Finlande	6,6	6,5	6,3
Grèce	5,1	4,2	3,9
Portugal	-0,8	-1,2	0,0
Irlande	4,6	1,8	0,2
Zone euro ⁽²⁾	2,4	2,1	1,8

Source : CE.

(1) Abstraction faite du produit de la vente des licences UMTS.

(2) À l'exclusion de Luxembourg.

1.5.2 Pays de l'Union européenne hors zone euro

Après le démarrage de l'UEM le 1^{er} janvier 1999 avec onze États membres et l'accession de la Grèce deux ans plus tard, l'UE compte trois États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro, à savoir le Royaume-Uni, la Suède et le Danemark. Deux d'entre eux, le Royaume-Uni et le Danemark, jouissent d'un statut spécial. Conformément aux modalités définies par les protocoles annexés au traité de Maastricht, ils ont indiqué qu'ils ne prendraient pas part à la troisième phase de l'UEM. La Suède ne bénéficie en la matière d'aucun statut particulier et est tenue par le traité de passer à l'euro si tous les critères de convergence sont remplis. Ce pays ne respecte toutefois pas le critère du cours de change et, de plus, la législation suédoise n'est pas totalement compatible avec le traité. Elle ne prévoit notamment pas, jusqu'à présent, la totale intégration de la Sveriges Riksbank dans le SEBC, et un cadre légal doit encore être fixé afin de garantir l'indépendance financière de la banque centrale suédoise. Seul de ces trois États, le Danemark participe au MCE II et mène notamment une politique de cours de change stable qui s'inscrit dans la marge de fluctuation étroite du MCE II, fixée à 2,25 p.c. de part et d'autre du cours pivot. L'Eurosystème et les BCN des trois pays collaborent étroitement au sein du Conseil général de la BCE, en vue de préserver la stabilité des prix dans l'ensemble de l'UE.

ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, la croissance de l'activité économique s'est de nouveau ralentie, passant de 2 p.c. en 2001 à 1,5 p.c.

Comme dans la zone euro, l'affaiblissement enregistré en moyenne pendant l'année sous revue masque une reprise en cours d'année. Celle-ci est à mettre à l'actif de la demande intérieure finale, qui a contribué à la croissance à hauteur de 2,6 points de pourcentage. Une vitalité constante a caractérisé les dépenses des ménages : la consommation privée a augmenté de 3,6 p.c. et les dépenses en logement ont crû de 10,5 p.c. Le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt hypothécaires et les hausses des prix des logements, de quelque 20 à 25 p.c. par an, ont soutenu les dépenses des particuliers, notamment grâce à l'effet positif des prix des logements sur leur patrimoine, qui a permis de compenser dans une certaine mesure l'incidence défavorable du repli des cours boursiers. L'accroissement de la dette des ménages par rapport à leur revenu disponible est toutefois une source de vulnérabilité. Par ailleurs, en application d'une politique budgétaire expansionniste, la consommation et les investissements publics ont également enregistré une forte croissance, de respectivement 4,5 et 11,5 p.c. En revanche, les investissements des

entreprises se sont nettement contractés, à raison de 9,3 p.c. Les exportations de biens et services ont régressé de 1,1 p.c., tandis que les importations ont augmenté de 1,5 p.c. La contribution des échanges extérieurs nets à la croissance a par conséquent été négative, à hauteur de 1 point de pourcentage.

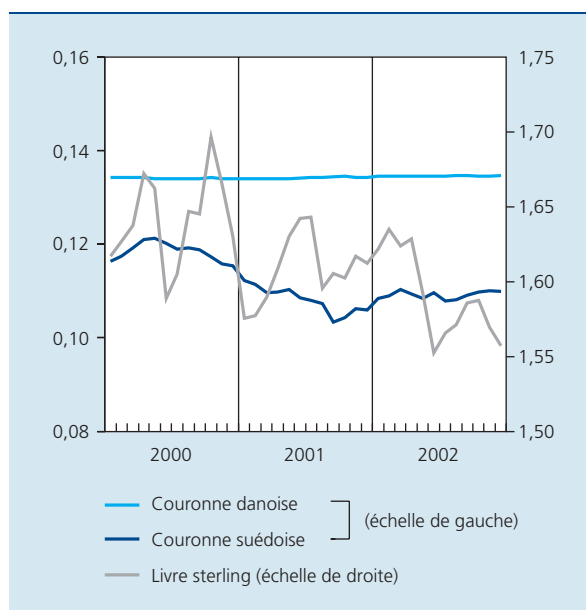
Même si la croissance de l'emploi est revenue à 0,5 p.c., le taux de chômage n'a augmenté que légèrement, passant de 5,1 p.c. en 2001 à 5,2 p.c. L'accélération de la hausse des coûts salariaux par travailleur, combinée à la moindre progression de la productivité du travail, a contribué à une augmentation plus sensible des coûts salariaux par unité produite des entreprises, qui est passée de 1,1 p.c. en 2001 à 2,5 p.c. en 2002. Néanmoins, l'inflation mesurée sur la base de l'indice des prix de détail à l'exclusion des versements d'intérêts sur les emprunts hypothécaires, ou indice RPIX, n'a pas enregistré de variation significative en 2002, pour se situer à 2,2 p.c., et est dès lors demeurée inférieure à l'objectif des autorités, soit 2,5 p.c. L'inflation mesurée sur la base de l'IPCH, est aussi restée quasiment inchangée, mais à un niveau sensiblement moins élevé, de 1,3 p.c. L'évolution divergente des indices RPIX et IPCH est imputable à la composition différente des paniers de biens de consommation qui déterminent les pondérations dans l'indice, ainsi qu'aux méthodes différentes de calcul de l'indice moyen.

Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a laissé le taux des prises en pension inchangé à 4 p.c. depuis novembre 2001. La livre sterling a considérablement varié, mais elle s'est au total dépréciée assez sensiblement par rapport à l'euro. Si en moyenne annuelle, le cours de change de la livre exprimé en euro a été inférieur pendant l'année sous revue de quelque 1,1 p.c. à celui de 2001, il a reculé de 3,4 p.c. de décembre 2001 à décembre 2002. La capacité de financement des pouvoirs publics, qui s'élevait à 0,7 p.c. du PIB en 2001, s'est muée en un déficit de 1,1 p.c. du PIB. Cette évolution a résulté de facteurs cycliques mais aussi, en grande partie, d'une politique budgétaire expansionniste.

SUÈDE

En Suède, la croissance de l'activité est remontée de 1,2 p.c. en 2001 à 1,7 p.c. D'importantes baisses d'impôt et d'autres mesures fiscales, qui ont entraîné une croissance soutenue du revenu disponible des ménages, ont joué un rôle déterminant dans cette évolution. Ainsi, en dépit d'une augmentation substantielle du taux d'épargne, la consommation privée a progressé de 1,6 p.c., après avoir enregistré une très faible expansion en 2001. Vu l'importance du secteur des télécommunications pour l'économie suédoise, les investissements des entreprises se sont inscrits en recul,

GRAPHIQUE 19 COURS DE CHANGE DE LA LIVRE STERLING, DE LA COURONNE SUÉDOISE ET DE LA COURONNE DANOISE VIS-À-VIS DE L'EURO (moyennes mensuelles)



Source : BCE.

de 3,7 p.c. Au total, la demande intérieure n'a contribué à la croissance qu'à hauteur de 0,4 point de pourcentage. Les exportations de biens et services ont enregistré une forte croissance, de 2,9 p.c., mais l'importante contribution des exportations nettes à la croissance, de 1,3 point de pourcentage, est également liée, en grande partie, à la quasi-stagnation des importations.

L'inflation, mesurée au moyen de l'indice des prix à la consommation national, a diminué, passant de 2,5 p.c. en 2001 à 2,2 p.c. en 2002, et est restée conforme à l'objectif fixé par les autorités monétaires. Au début de l'année sous revue, les attentes relatives au dépassement de l'objectif d'inflation à moyen terme avaient incité la banque centrale suédoise à relever par deux fois le taux des prises en pension de 25 points de base, pour le porter à 4,25 p.c. En novembre puis en décembre, ce taux a été abaissé, chaque fois de 25 points de base, pour être ramené à 3,75 p.c., notamment en raison de la demande intérieure et extérieure plus faible que prévu et des attentes d'inflation plus mitigées. Après avoir accusé une baisse par rapport à l'euro de quelque 15 p.c. entre mai 2000 et septembre 2001, le cours de la couronne suédoise exprimé en euro a progressé de 1 p.c. en 2002. La capacité de financement des pouvoirs publics a nettement reculé, passant de 4,8 p.c. du PIB en 2001 à 1,4 p.c. en 2002, surtout sous l'effet de mesures discrétionnaires vigoureuses de stimulation budgétaire.



DANEMARK

Au Danemark, une reprise de l'activité économique s'est produite au cours de l'année sous revue: la croissance a atteint 1,5 p.c., contre 1 p.c. un an plus tôt. Ce mouvement a été soutenu par l'expansion de la consommation privée, qui s'est élevée à 2,2 p.c. en moyenne, contre 0,8 p.c. en 2001. Compte tenu d'une croissance plus modeste des investissements des entreprises, la demande intérieure totale a concouru à hauteur de 1,2 point de pourcentage à la croissance de l'activité. Les exportations de biens et services ont continué à progresser fortement, à concurrence de 4,3 p.c.; les importations ont, quant à elles, augmenté de 4,1 p.c., de sorte que les exportations nettes ont fourni une contribution de 0,3 point de pourcentage à la croissance.

Dans le cadre de sa politique de cours de change stable vis-à-vis de l'euro, à l'intérieur de la marge de fluctuation étroite du MCE II, la banque centrale danoise a d'abord abaissé graduellement les taux de la facilité de prêt et des certificats de dépôt, qui sont ainsi passés de 3,6 p.c. au début de janvier à 3,45 p.c. à la fin du mois d'août. Au début de décembre, s'alignant sur la baisse du taux d'intérêt décidée par la BCE, la banque centrale danoise a diminué ses taux directeurs de 50 points de base, ramenant les taux de la facilité de prêt et des certificats de dépôt à 2,95 p.c. La couronne danoise est restée quasiment stable pendant toute l'année, légèrement en deçà de son cours pivot vis-à-vis de l'euro, demeuré inchangé depuis sa fixation le 31 décembre 1998 à 7,46038 couronnes par euro. Dans ce contexte, l'inflation mesurée par l'IPCH s'est stabilisée, passant de 2,3 à 2,4 p.c. Le recul de la capacité de financement des pouvoirs publics, abstraction faite des recettes provenant de la vente des licences UMTS, de 2,9 p.c. du PIB en 2001 à 2 p.c. en 2002, a surtout été le reflet d'une politique budgétaire expansionniste.

1.5.3 Élargissement de l'Union européenne

ÉVOLUTIONS INSTITUTIONNELLES

Réuni en décembre sous la présidence danoise, le Conseil européen a clôturé les négociations d'adhésion avec dix des pays candidats et a entériné les conclusions du Conseil européen qui s'était tenu à Bruxelles en octobre. Le Conseil s'était alors rallié aux observations et recommandations du document de stratégie proposé par la CE qui évaluait les progrès réalisés par tous les pays dans le cadre du processus d'adhésion vis-à-vis des critères fixés lors du sommet européen de Copenhague en 1993. Ces derniers peuvent être répartis en trois catégories. En ce qui concerne les critères politiques, des institutions stables

doivent garantir la démocratie, l'État de droit, le respect des droits de l'homme et la protection des minorités. Les critères économiques sont doubles. D'une part, ces pays doivent constituer des économies de marché viables. Il faut dès lors vérifier si les prix et le commerce sont libéralisés et si un système juridique approprié est en place, y compris pour les droits de propriété. D'autre part, ils doivent être en mesure de faire face à la pression concurrentielle et aux forces du marché au sein de l'Union. Enfin, un critère institutionnel porte sur le respect des obligations découlant de l'adhésion, parmi lesquelles l'adoption de l'acquis communautaire.

Chypre, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la République tchèque, la Slovaquie et la Slovénie répondent aux critères politiques et seront en mesure de satisfaire, dès le début de 2004, aux critères économiques et aux obligations découlant de l'adhésion. Si la Bulgarie et la Roumanie remplissent les critères politiques, seule la Bulgarie peut être considérée comme une économie de marché viable, mais qui n'est toutefois pas suffisamment à même de faire face à la pression concurrentielle et aux forces du marché. En ce qui concerne ces deux pays, le Conseil européen s'est prononcé en faveur d'une adhésion en 2007. Enfin, pour la Turquie, il est acquis que si, en décembre 2004, le Conseil européen décide que ce pays satisfait aux critères politiques de Copenhague, l'UE ouvrira sans délai des négociations d'adhésion avec celui-ci.

Le traité d'adhésion avec les dix pays susvisés devrait être ratifié au printemps 2003, lorsque l'avis de la CE sur leur demande d'adhésion à l'UE aura été adopté et que le Conseil européen et le Parlement européen auront formellement approuvé l'élargissement. Le traité devra alors encore être ratifié par les États membres actuels et ceux en voie d'adhésion, conformément à leurs exigences constitutionnelles respectives. L'adhésion des pays adhérents sera une réalité le 1^{er} mai 2004, c'est-à-dire avant les élections du Parlement européen de juin.

LE PROCESSUS DE CONVERGENCE DES PAYS CANDIDATS QUI ADHÉRERONT EN 2004

L'élargissement prévu à partir de 2004 est unique de par son ampleur et sa diversité. Ensemble, les dix pays adhérents comptent quelque 75 millions d'habitants, de sorte que la population de l'UE augmentera de près d'un cinquième. En superficie, l'Union va même s'agrandir de 23 p.c. Économiquement parlant, ces pays pèsent toutefois sensiblement moins lourd puisque leur PIB total, converti sur la base des parités de pouvoir d'achat, n'a représenté que 14 p.c. environ de celui de l'UE en 2001. Trois pays – la Hongrie, la Pologne, et la République

tchèque – représentent près de 63 p.c. du PIB total des pays candidats. La diversité se manifeste également dans les différences en termes de pouvoir d'achat. Ce n'est qu'en Slovénie et à Chypre que le PIB par habitant est plus élevé qu'en Grèce, le pays qui affiche le PIB par tête le plus faible des membres actuels de l'UE, tandis que dans les pays baltes, en Pologne et en Slovaquie, le PIB par habitant est inférieur à la moitié de la moyenne des États membres actuels.

La résorption des grandes différences qui existent actuellement entre les pays adhérents et l'UE est au cœur de l'élargissement et est en outre explicitement prévue par le traité sur l'Union. L'objectif de cohésion économique et sociale, tel que formulé à l'article 158 du traité, vise en effet à réduire les écarts entre les États membres, les régions et les individus.

Le degré de convergence réelle, c'est-à-dire la convergence en termes de niveau des revenus réels par habitant, est demeuré jusqu'à présent limité, mais, en ce qui concerne la convergence structurelle, les pays adhérents ont réalisé des progrès considérables en adoptant les normes institutionnelles, légales et d'infrastructure en vigueur dans l'UE et en menant des politiques économiques conformes au marché.

La convergence structurelle représente un facteur important du processus de convergence réelle. Ainsi, il se dégage de la littérature économique un consensus relativement large suivant lequel la recherche de la stabilité macroéconomique, comme elle prévaut au sein de l'UE, est une condition nécessaire à une croissance économique durable. À cet égard, les pays adhérents ont consenti des efforts substantiels au cours des dernières années. D'autres facteurs qui stimulent la croissance, comme les investissements publics d'infrastructure et les investissements privés, affichent également une tendance à la hausse, et les niveaux de formation et de qualification dans les pays adhérents atteignent ceux de l'UE.

Le commerce, en tant que vecteur de transmission de la technologie, joue un rôle non négligeable. Les pays adhérents, dont l'UE est devenu un partenaire commercial important, ont enregistré une hausse et une diversification de leurs volumes d'échanges. Le vaste flux d'investissements étrangers directs constitue lui aussi un moyen appréciable de diffuser le savoir-faire et la technologie.

En outre, d'importants progrès ont été enregistrés ces dernières années en ce qui concerne la convergence nominale, c'est-à-dire celle réalisée en ce qui concerne les variables nominales qui sont à la base des critères définis dans le traité de Maastricht en vue d'une participation

à l'UEM. Après leur adhésion à l'UE, les pays adhérents seront tenus par ce traité de passer à l'euro, aussitôt qu'ils satisferont strictement à chacun des critères susdits. Le calendrier d'une participation à l'UEM est toutefois nettement moins précis que celui d'une adhésion à l'UE.

Les critères budgétaires dits de Maastricht pourraient éventuellement être satisfaits à court terme. Plusieurs pays adhérents affichent en effet d'ores et déjà un déficit public inférieur à 3 p.c. Il existe néanmoins un risque que les politiques budgétaires soient plus expansionnistes au cours des prochaines années, en raison des dépenses non récurrentes qui seront nécessaires pour mettre en œuvre l'acquis communautaire ou pour procéder à d'autres modifications requises en vue de l'adhésion à l'UE. Dans la plupart des pays adhérents, la dette publique, exprimée en pourcentage du PIB, est assez peu élevée.

En ce qui concerne l'inflation et le cours de change, il sera moins aisé de satisfaire à court terme aux critères de Maastricht. La poursuite de la libéralisation des prix et des facteurs propres au processus de convergence réelle, notamment l'incidence d'une amplification des gains de productivité et l'effet Balassa-Samuelson qui en découle, pourraient exercer des pressions à la hausse sur le niveau des prix. La poussée de l'inflation doit dès lors être considérée comme inévitable dans la mesure où elle est le résultat d'une adaptation structurelle et désirée de l'économie. Il faudra donc procéder au cours des prochaines années à un délicat exercice d'équilibrage entre les convergences réelle et nominale, qui pourrait influencer sur la date de l'adhésion à l'UEM.

Une question cruciale est de savoir quels régimes monétaire et de change peuvent au mieux soutenir ces convergences réelle et nominale. Au début de la période de transition, presque tous les pays adhérents ont opté pour un ancrage externe. Compte tenu des évolutions économiques spécifiques auxquelles ils sont confrontés, comme une appréciation du cours de change réel, des balances courantes en déficit et d'importantes entrées de capitaux, ces pays, particulièrement ceux d'Europe centrale, ont choisi d'appliquer progressivement, au cours des années nonante, un régime de change plus flexible. Quelques pays adhérents ont récemment lié leur régime de change à l'euro, en vue d'une éventuelle participation ultérieure au MCE II.

L'Estonie et, depuis février 2002, la Lituanie ont institué une caisse d'émission – *currency board* – liée à l'euro. Selon la BCE, les caisses d'émission ne peuvent être considérées comme substitut à une participation au MCE II et, si ces pays participent au MCE II, un tel régime sera examiné au cas par cas et il sera décidé de commun accord du cours pivot par rapport à l'euro. Chypre et la Hongrie ont adopté



unilatéralement un régime de change inspiré du MCE II, avec un cours pivot officiel annoncé et des marges de fluctuation de 15 p.c. de part et d'autre de celui-ci. La Lettonie a lié sa monnaie au DTS et Malte à un panier de monnaies dont l'euro représente 70 p.c. Plusieurs pays ont opté pour un régime de change fondé sur un flottement contrôlé, comme la Slovaquie et la Slovénie, ou sur le flottement libre, comme la Pologne et la République tchèque.

Parmi les pays où le cours de change flotte librement ou de manière contrôlée, la Pologne et la République tchèque poursuivent des objectifs d'inflation explicites, tandis que la Slovaquie et la Slovénie poursuivent un objectif d'inflation informel. La Hongrie combine un objectif d'inflation et le régime de change décrit ci-dessus. Les pays dont le régime de change est fixe sont contraints d'aligner leur politique monétaire sur l'objectif de change.

En dépit de la diversité des régimes monétaires et de change appliqués, presque tous les pays adhérents sont parvenus à atteindre un niveau élevé de convergence nominale en termes d'inflation. Parallèlement au processus de désinflation, l'indépendance de la banque centrale s'est fortement accrue dans la plupart des pays adhérents.

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES RÉCENTES

La croissance des pays adhérents qui avait relativement bien résisté au ralentissement mondial en 2001 est encore demeurée vigoureuse en 2002 : au total, elle a légèrement diminué, revenant de 2,6 à 2,1 p.c. Elle a été soutenue par la demande intérieure, et en particulier, par la formation brute de capital fixe, alors que les exportations nettes ont dans l'ensemble exercé une incidence négative sur la progression du PIB. L'écart de croissance positif entre les pays adhérents à l'UE a ainsi atteint 1,1 point de pourcentage, ce qui a contribué à une convergence réelle modérée.

TABLEAU 12 SITUATION ÉCONOMIQUE EN 2002 DES PAYS CANDIDATS À L'UE ⁽¹⁾

	PIB à prix constants	Inflation	Chômage	Balance courante	Besoin (-) ou capacité de financement des pouvoirs publics	p.m. PIB	p.m. PIB par habitant ⁽²⁾
	(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)	(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)	(pourcentages de la population active)	(pourcentages du PIB)	(pourcentages de l'ensemble des pays candidats ⁽¹⁾)	(pourcentages de l'ensemble des pays candidats ⁽¹⁾)	(pourcentages de la moyenne de l'UE)
Pologne	0,8	2,1	18,5	-3,0	-4,4	35,7	39,4
République tchèque	2,2	1,4	8,8	-4,3	-6,4	14,3	59,2
Hongrie	3,4	5,2	5,8	-4,4	-6,9	12,5	51,7
Slovaquie	3,9	3,3	18,9	-8,3	-6,0	6,1	48,5
Slovénie	2,6	7,5	6,3	0,1	-1,8	3,3	70,3
Lituanie	5,0	0,4	16,6	-6,0	-1,8	3,7	44,8
Lettonie	5,0	2,0	13,5	-8,2	-1,8	1,9	34,7
Estonie	4,5	3,6	10,5	-11,4	0,7	1,4	44,1
Chypre	2,2	2,8	4,3	-6,0	-2,6	1,3	71,2
Malte	2,8	2,7	6,9	-6,1	-6,2	0,5	55,9
Sous-total ⁽³⁾	2,1	2,7	14,7	-4,2	-4,9	80,7	45,9
Roumanie	4,2	22,2	7,3	-4,3	-2,9	13,8	26,3
Bulgarie	4,0	5,8	18,5	-5,8	-0,6	5,4	29,2
Total	2,5	5,6	13,5	-4,3	-4,4	100,0	40,5

Sources : CE, BNB.

(1) À l'exclusion de la Turquie.

(2) Sur la base des parités de pouvoir d'achat.

(3) Le sous-total englobe les dix pays candidats qui adhéreront à l'UE en 2004.

En Pologne, en dépit d'une politique monétaire plus expansionniste, la croissance de l'activité, en particulier celle des investissements, est toutefois demeurée médiocre pour la deuxième année consécutive, et ce pays a dès lors enregistré le plus faible taux de croissance des pays adhérents. En République tchèque, la progression de l'activité économique est revenue à 2,2 p.c. au cours de l'année sous revue, en raison de la lenteur de la croissance chez les principaux partenaires commerciaux, de la sensible appréciation de la couronne tchèque et des dégâts provoqués par les inondations du mois d'août. Ce sont les pays baltes, dont les échanges avec la Russie restent encore relativement importants, qui ont enregistré la plus forte croissance, sous l'effet notamment de la vive expansion de l'économie russe. La contraction persistante des recettes de tourisme a exercé une incidence négative sur la croissance à Chypre, alors que l'économie maltaise s'est rapidement redressée après la récession de 2001.

Malgré la forte expansion de l'activité observée dans la plupart des pays adhérents, le taux de chômage y est demeuré élevé, à savoir en moyenne 14,7 p.c. de la population active. Ce niveau, supérieur à la moyenne observée dans l'UE, masque toutefois des différences substantielles entre les pays adhérents. En Pologne et en Slovaquie, les taux de chômage dépassent 18 p.c., alors que, par exemple, il n'est que de 4,3 p.c. à Chypre.

L'inflation a poursuivi la tendance à la baisse enregistrée au cours des années récentes dans presque tous les pays adhérents. En 2002, l'inflation a atteint 2,7 p.c. pour l'ensemble des dix pays, contre 2,1 p.c. en moyenne dans les pays membres actuels. Ces faibles rythmes d'inflation s'expliquent en partie par la hausse modérée du prix des denrées alimentaires, le report de la poursuite de la libéralisation des prix et, dans certains pays, l'appréciation de la monnaie. La Slovénie a toutefois enregistré une sensible dépréciation, ce qui a entraîné de fortes pressions à la hausse sur l'inflation. Des pays tels que l'Estonie et la Lituanie, qui ont lié leur monnaie à l'euro, ont tiré profit de l'appréciation de cette monnaie par rapport au dollar des États-Unis et enregistré une inflation relativement plus faible.

Presque tous les pays adhérents ont été confrontés à des déficits simultanés des opérations des pouvoirs publics et de la balance des paiements courants. Le déficit public a été substantiel surtout dans les pays d'Europe centrale, alors que les pays ayant instauré un système de cours de change fixe ou une caisse d'émission, comme les États baltes, n'ont affiché que de faibles déficits, ou ont même dégagé un excédent. Les importants déficits de la balance courante, de l'ordre de 4,2 p.c. du PIB en moyenne, peuvent généralement être considérés, à l'heure actuelle, comme soutenables dans la mesure où, dans la plupart des pays, ils reflètent une hausse de la formation de capital fixe et sont dans une large mesure financés par des investissements étrangers directs. Ces flux de capitaux internationaux vers les pays adhérents ne semblent d'ailleurs guère avoir été influencés par la faiblesse mondiale des marchés boursiers ou par la situation difficile de certains marchés émergents d'Amérique latine.

La plupart des pays qui ont opté pour un flottement libre ou contrôlé de leur monnaie ont abaissé leurs taux d'intérêt dans le courant de 2002. En Pologne et en République tchèque, ces réductions se sont opérées dans un contexte d'inflation inférieure aux objectifs, de baisse des anticipations d'inflation et de croissance modérée. En Hongrie, les trois baisses de taux d'intérêt opérées au début de l'année ont été effacées en partie par les hausses de mai et juillet, décidées en conséquence des risques que faisaient peser sur l'inflation la forte hausse des salaires et une politique budgétaire expansionniste. L'appréciation du forint hongrois au dernier trimestre a alors permis aux autorités monétaires de réduire à nouveau et à deux reprises les taux d'intérêt sans compromettre l'objectif d'inflation.



2. La politique monétaire de l'Eurosystème

2.1 Aspects stratégiques

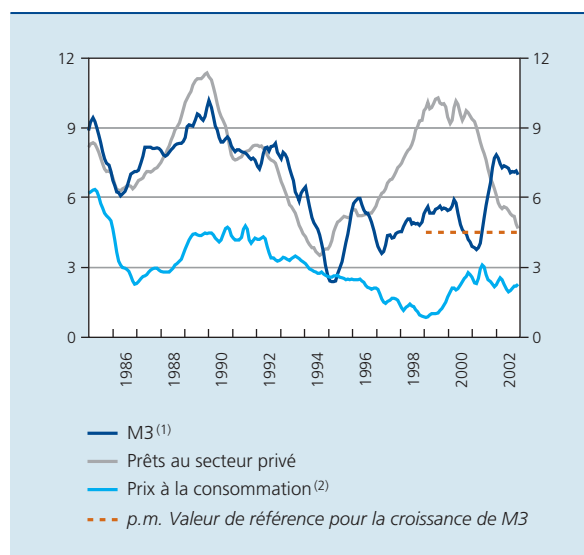
L'objectif principal assigné par le traité de Maastricht à l'Eurosystème est d'assurer la stabilité des prix, qui représente la meilleure contribution de la politique monétaire à un environnement économique générateur de croissance durable et d'emploi. Par stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE a précisé en 1998 qu'il fallait entendre le maintien, à moyen terme, d'une hausse de l'IPCH dans la zone euro inférieure à 2 p.c. l'an. Eu égard aux délais existant entre les décisions de politique monétaire et leurs effets sur les prix, il a aussi défini le cadre stratégique qui guide son action : un premier pilier consiste en l'analyse des évolutions monétaires, en particulier des déviations de la croissance de l'agrégat monétaire large M3 par rapport à une valeur de référence ; un second pilier comprend l'examen d'une large gamme d'autres indicateurs, tels que les données relatives aux prix, à l'activité économique, aux cours de change, au marché du travail, aux marchés financiers, à la politique budgétaire, ainsi que les prévisions ou projections macro-économiques établies par divers organismes. Le Conseil des gouverneurs étudie ainsi systématiquement toute l'information disponible en vue d'évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix.

Premier pilier de la stratégie

L'expérience passée avait fait apparaître une relation assez stable, à moyen terme, entre l'évolution de la masse monétaire M3 – qui comprend la monnaie fiduciaire et un vaste ensemble d'avoirs à court terme des résidents auprès des institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro – et celle des prix. C'est pourquoi la croissance de M3 est comparée à une valeur de référence, qui a été établie à 4 ½ p.c. par an sur la base de l'objectif de stabilité des prix, d'une croissance tendancielle du PIB réel de 2 à

GRAPHIQUE 20 M3, PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ ET PRIX À LA CONSOMMATION DANS LA ZONE EURO

(moyennes centrées sur trois mois des pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Sources : CE, BCE.

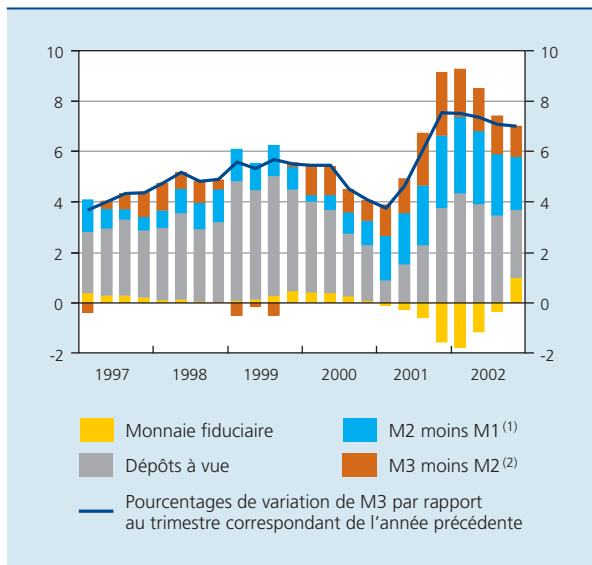
(1) Après élimination de l'ensemble des instruments négociables à court terme émis par les IFM et détenus par des non-résidents.

(2) Moyenne pondérée des indices de prix à la consommation nationaux jusqu'en 1990, IPCH à partir de 1991.

2 ½ p.c. par an et d'une baisse tendancielle de la vitesse de circulation de la monnaie comprise entre ½ et 1 p.c. par an. La valeur de référence n'est pas un objectif, car la demande de monnaie peut subir des fluctuations temporaires qui ne sont pas dommageables pour la stabilité des prix. Par ailleurs, l'analyse effectuée au sein du premier pilier est plus large que le relevé des écarts par rapports à la valeur de référence, puisqu'elle englobe notamment l'examen des composantes et contreparties de M3.

GRAPHIQUE 21 M3 ET SES COMPOSANTES

(contribution à la variation de M3, sauf mention contraire)



Source : BCE.

- (1) M2 moins M1 comprend les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois.
- (2) M3 moins M2 comprend les autres engagements à court terme des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro, tels que les instruments négociables.

La croissance de M3, qui avait subi une accélération notable en 2001, a continué à dépasser ou avoisiner 7 p.c. sur une base annuelle en 2002. Les agents économiques de la zone euro ont en effet montré une nette préférence pour la liquidité. Celle-ci a découlé pour une part du niveau relativement bas du coût d'opportunité de la détention de monnaie. Ce sont cependant surtout la morosité et l'incertitude prévalant sur les marchés boursiers qui ont entraîné des réallocations de portefeuille significatives vers les actifs peu risqués, tels que ceux inclus dans M3. Ainsi, les statistiques relatives aux acquisitions de parts d'OPC témoignent d'un désintérêt croissant pour les fonds de placement en actions, surtout au profit de ceux qui sont spécialisés dans les instruments du marché monétaire. Les modèles reliant la masse monétaire à ses principaux déterminants – activité économique, prix et coût d'opportunité – confirment l'hypothèse d'une succession de chocs, la croissance de M3 ayant dépassé celle à laquelle l'évolution des facteurs traditionnels devait conduire, en particulier au second semestre de 2001 mais aussi aux deuxième et troisième trimestres de 2002.

La plupart des composantes de M3 ont concouru à sa forte progression. Seul l'encours de la monnaie fiduciaire est demeuré jusqu'en septembre inférieur à son niveau de l'année précédente, mais il a nettement augmenté tout au long de l'année sous revue, reflétant la reconstitution

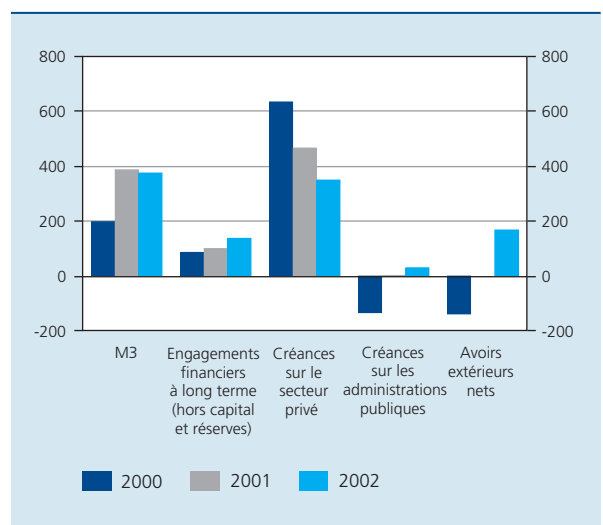
progressive des encaisses en billets après la forte contraction observée à l'approche du passage à l'euro fiduciaire. Les réallocations de portefeuille expliquent la large contribution des instruments négociables, dont le poids dans l'agrégat monétaire est pourtant limité.

Si M3 a vigoureusement crû tout au long de l'année, tel n'a pas été le cas de sa principale contrepartie, à savoir les prêts au secteur privé. Après avoir fortement décéléré en 2001, la progression de ces crédits s'est encore quelque peu ralentie en 2002, pour revenir à environ 5 p.c. En termes réels, elle a de la sorte rejoint sa moyenne de longue période, après la vive expansion des années 1998 à 2000, qui avait été suscitée par la baisse des taux d'intérêt réels dans la zone euro, le financement d'opérations financières – telles les fusions et acquisitions – et la haute conjoncture.

L'octroi net de crédits au secteur privé s'est donc affaibli par rapport à 2001, alors que l'accumulation d'avoirs monétaires des résidents de la zone euro a été du même ordre de grandeur et que leur constitution d'actifs à plus long terme auprès des IFM s'est quelque peu accrue. La principale contrepartie de cette divergence d'évolution a été l'apparition d'une augmentation de la position extérieure nette des IFM. Pour la première fois depuis le début de l'union monétaire, la balance des paiements de la zone euro aurait enregistré une entrée nette de capitaux non bancaires sous la forme d'investissements directs et de placements de portefeuille.

GRAPHIQUE 22 M3 ET SES PRINCIPALES CONTREPARTIES DANS LE BILAN DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES

(flux, milliards d'euros)



Source : BCE.

Les évolutions monétaires au cours de 2002 ont amplifié l'excès de liquidité qui s'était déjà constitué à la fin de l'année précédente. Même exprimé en termes réels, celui-ci a atteint un niveau assez élevé. Toutefois, le Conseil des gouverneurs a estimé que le risque de pressions inflationnistes d'origine monétaire demeurerait limité dans l'avenir proche. En effet, le motif de réallocation de portefeuille étant prédominant, les liquidités ainsi accumulées ne risquaient guère de se transformer en encaisses de transaction avant une amélioration des perspectives économiques. Par ailleurs, les expériences passées ont montré que les périodes de forte croissance monétaire suivies de tensions inflationnistes étaient aussi celles qui s'accompagnaient d'une vive expansion des prêts au secteur privé, ce qui n'a pas été le cas en 2002.

Second pilier de la stratégie

Si le mouvement du niveau général des prix est essentiellement un phénomène monétaire à moyen et long terme, la dynamique de l'inflation à plus court terme dépend dans une large mesure des prix à l'importation, des négociations salariales et du climat conjoncturel. En raison d'une forte inertie, la hausse passée des prix à la consommation est également un indicateur utile à l'appréciation des perspectives d'inflation.

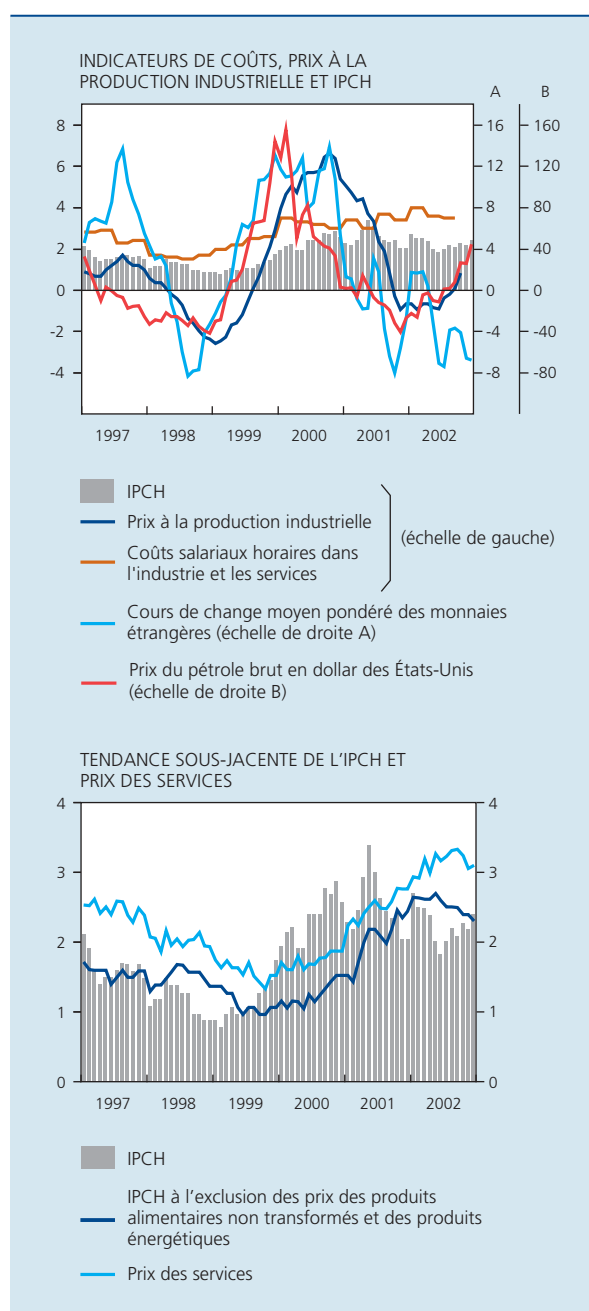
Alors que le contenu direct et indirect en importations de la consommation privée dans la zone euro n'est que de l'ordre de 15 p.c., l'évolution des prix à l'importation a marqué de son empreinte celle des prix intérieurs au cours des dernières années. En effet, des mouvements de grande ampleur ont été provoqués par les variations du prix du pétrole et des cours de change. Une partie de ces mouvements s'est répercutée presque immédiatement dans les prix à la consommation, une autre s'y est reflétée plus graduellement. Par ailleurs, des chocs sur les prix d'origine interne, issus du secteur agricole, s'y sont ajoutés. La politique monétaire ne pouvait évidemment pas empêcher les sautes de l'IPCH qui en ont résulté, mais elle s'est employée à limiter les effets d'entraînement nés de telles perturbations et à prévenir une dérive persistante des prix.

Sous la poussée du renchérissement du pétrole et de la dépréciation de l'euro, la hausse annuelle des prix à la production industrielle avait atteint un sommet à la fin de 2000. Celle des prix à la consommation avait culminé plus tard, au printemps de 2001, en partie également à cause de l'impact des épizooties sur les prix des produits alimentaires. L'effet de ces chocs d'offre s'est atténué en 2002, mais la décélération de l'IPCH a été relativement limitée, en dépit d'une conjoncture économique assez faible.

Au début de l'année 2002, la répercussion de la chute des prix à la production sur l'IPCH a été contrecarrée par l'augmentation des prix des produits alimentaires, due à de mauvaises conditions climatiques, par le relèvement des taxes sur le tabac dans certains pays de la zone euro et par un rebond du prix du pétrole.

GRAPHIQUE 23 INDICATEURS DE PRIX ET DE COÛTS DANS LA ZONE EURO

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



Source : CE.

Quant à l'introduction des billets et pièces en euro, elle a pu occasionner des hausses de prix dans certains secteurs, comme les restaurants et cafés, mais son effet sur l'inflation totale est demeuré très limité. Elle a cependant provoqué un écart inhabituel entre l'inflation perçue par les consommateurs, telle qu'on la mesure par des enquêtes d'opinion, et l'inflation observée en relevant les prix du vaste ensemble de biens et services compris dans l'IPCH.

Tout au long de l'année 2002, les prix à la production industrielle se sont redressés progressivement, en raison de la remontée des prix pétroliers, dont l'effet n'a été que partiellement amorti par l'appréciation de la monnaie européenne. Au total, leur progression est toutefois demeurée modérée.

L'accélération des coûts salariaux horaires, observée depuis 1998, s'est poursuivie jusqu'au premier trimestre de 2002, où la hausse annuelle a atteint 4 p.c., avant de s'atténuer quelque peu. Si, pour une part, cette évolution est la résultante de la croissance soutenue de l'activité à la fin de la décennie précédente et des tensions qui en ont résulté sur certains segments du marché du travail, elle constitue aussi sans doute une forme de récupération des pertes de pouvoir d'achat dues aux erreurs d'anticipation de l'inflation des deux années précédentes. Cette accélération s'est notamment reflétée dans celle des prix des services.

Le sentiment à l'égard des perspectives conjoncturelles a varié au cours de l'année sous revue. Au cours du premier semestre, la plupart des prévisionnistes ont revu leurs projections à la hausse, confortés par de meilleurs indicateurs économiques, aux États-Unis et dans la zone euro. Si le redressement conjoncturel dans la zone euro demeurerait largement conditionné par celui attendu aux États-Unis, divers éléments d'ordre interne étayaient également ce scénario: la hausse du revenu disponible réel liée au recul de l'inflation, des conditions de financement favorables et le caractère sain des fondamentaux économiques. Toutefois, une certaine incertitude demeurerait concernant l'ampleur et le calendrier de la reprise; l'évolution future des prix de l'énergie restait également une source d'inquiétude.

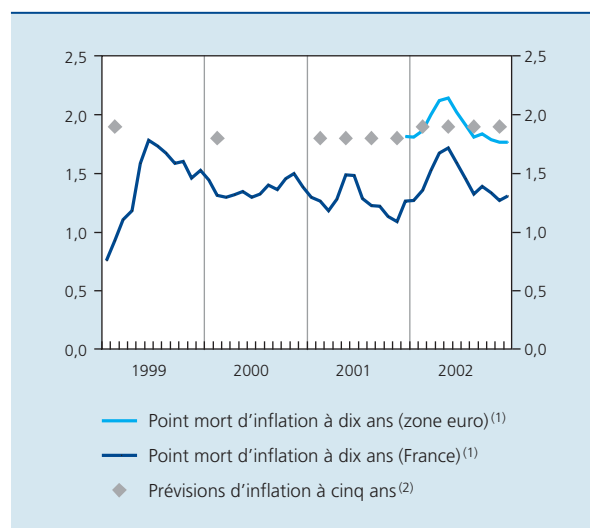
Les attentes se sont nettement dégradées dès le début de l'été, la perspective que l'activité retrouve le chemin de la croissance potentielle dans la zone euro étant reportée à 2003 dans les prévisions. La poursuite de l'érosion des cours boursiers – qui avait été déclenchée par la révélation de scandales comptables et financiers de grandes sociétés américaines – a fait craindre pour la consommation des ménages et la reprise de l'investissement productif des entreprises. Par la suite, la menace d'une intervention militaire en Irak a renforcé le sentiment d'incertitude.

La morosité conjoncturelle n'a pas exercé un effet significatif sur l'inflation en 2002, quoiqu'elle ait pu contribuer à stabiliser la hausse de l'IPCH, hors ses composantes les plus volatiles, à 2,5 p.c., après deux années consécutives d'accélération. Elle a cependant été considérée par la plupart des prévisionnistes comme susceptible de modérer l'inflation à venir.

Ainsi, sur la base de l'information disponible à la mi-novembre et de l'hypothèse de taux d'intérêt à court terme et de cours de change constants, les services de l'Eurosystème ont estimé que la hausse des prix à la consommation dans la zone euro devrait s'atténuer et être comprise entre 1,3 et 2,3 p.c. en 2003 et entre 1 et 2,2 p.c. en 2004.

Les attentes relatives à l'évolution des prix à plus long terme, telles qu'elles sont révélées par des enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels, sont demeurées remarquablement stables et modérées. Quant à la perception du risque d'inflation dans les dix ans à venir, mesurée par la comparaison des rendements d'obligations nominales et indexées, elle s'est quelque peu accentuée jusqu'en mai pour se replier ensuite. Ces divers indicateurs ont témoigné de la crédibilité de la politique monétaire de l'Eurosystème.

GRAPHIQUE 24 ANTICIPATIONS D'INFLATION À LONG TERME DANS LA ZONE EURO
(pourcentages de variation annuelle)



Source : BCE.

(1) Calculés sur la base de la comparaison entre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées respectivement sur l'indice des prix à la consommation national en France et sur l'IPCH de la zone euro (hors tabac dans les deux cas), émises par l'État français.

(2) Enquête auprès des prévisionnistes professionnels.



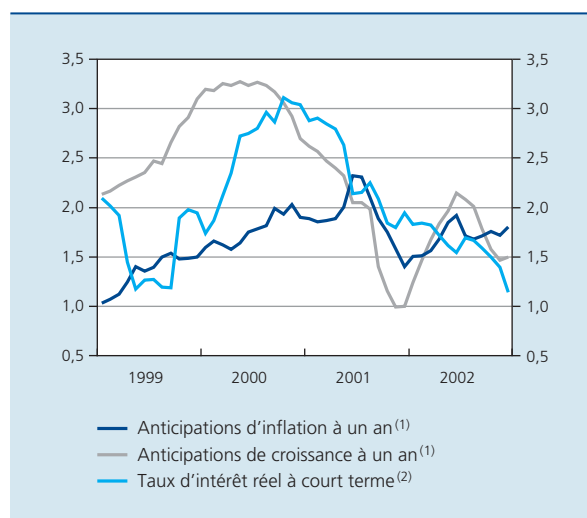
Décisions de politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé les taux de l'Eurosystème inchangés du 8 novembre 2001 au 5 décembre 2002. Il les a alors abaissés de 50 points, ramenant le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 3,25 à 2,75 p.c.

Pendant les onze premiers mois de l'année sous revue, le Conseil a estimé que le niveau des taux d'intérêt fixé en novembre 2001 restait le mieux à même de garantir la stabilité des prix. En outre, la modicité des taux réels dans une perspective historique et l'abondance des liquidités témoignaient de conditions monétaires qui ne faisaient pas obstacle à une reprise de l'activité.

Lors de chacune des réunions mensuelles traitant de la politique monétaire, le Conseil a examiné toute l'information en provenance des deux piliers. Alors qu'au mois de janvier 2002, l'inflation paraissait pouvoir revenir assez rapidement sous le seuil des 2 p.c., cette perspective a reculé au cours des cinq premiers mois à cause de la persistance des hausses de prix dans les services et du rebond du prix du pétrole, tandis que la reprise économique semblait en cours. L'incertitude quant au profil de celle-ci,

GRAPHIQUE 26 ANTICIPATIONS DE CROISSANCE ET D'INFLATION À COURT TERME ET TAUX D'INTÉRÊT RÉEL À COURT TERME DANS LA ZONE EURO (pourcentages)

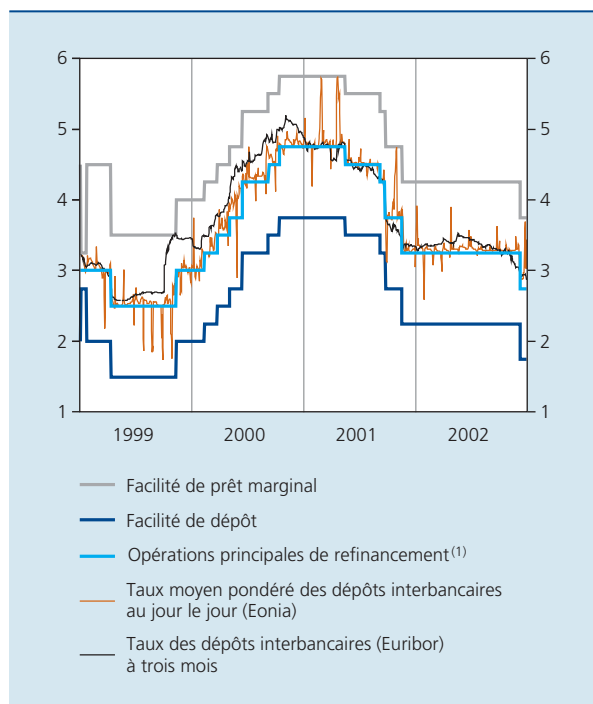


Sources : BCE, The Economist, BNB.

(1) Les anticipations à un an sont calculées sur la base des anticipations par année calendaire fournies par les enquêtes de *The Economist* et des observations relatives à la période écoulée de l'année en cours.

(2) Euribor à trois mois moins anticipations d'inflation à un an.

GRAPHIQUE 25 TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSISTÈME ET DU MARCHÉ MONÉTAIRE



Source : BCE.

(1) Taux fixe ou taux de soumission minimal.

ainsi que l'appréciation de l'euro, ont cependant conduit le Conseil à ne pas relever les taux.

Les risques à la hausse pesant sur l'évolution des prix se sont ensuite modérés en raison du recul des perspectives d'accélération de l'activité. Cependant, alors que la croissance attendue s'affaiblissait sensiblement, les anticipations d'inflation ne se sont que légèrement corrigées, confirmant l'existence de rigidités dans les mécanismes de formation des prix et des salaires dans la zone euro et empêchant une baisse rapide des taux d'intérêt.

Lors de la réunion du Conseil du 5 décembre, les conditions ont été réunies pour justifier un assouplissement de la politique monétaire. La morosité conjoncturelle, qui risquait de se prolonger au début de 2003, et l'incertitude persistante pesaient en effet sur le moral des agents économiques et devaient contenir les pressions inflationnistes à moyen terme, par ailleurs tempérées par le maintien en novembre du cours de change effectif de l'euro à un niveau sensiblement supérieur à celui observé en moyenne en 2001. La décision de baisse des taux, largement anticipée par les marchés financiers, a eu pour objectif de contribuer à restaurer la confiance des consommateurs et des investisseurs de la zone.

2.2 Aspects opérationnels

Le cadre opérationnel de la politique monétaire s'articule autour des opérations d'open market, en particulier les adjudications hebdomadaires de crédits à deux semaines, dont le taux de soumission minimal signale l'orientation de la politique de taux d'intérêt et qui visent à couvrir le besoin de liquidités des établissements de crédit de la zone euro. De manière à faciliter le pilotage des taux d'intérêt du marché monétaire, ce besoin est accentué par l'obligation faite auxdits établissements de constituer des réserves auprès des BCN membres de l'Eurosystème. Les réserves obligatoires ne doivent atteindre le niveau requis qu'en moyenne durant chaque période mensuelle de constitution, ce qui permet d'absorber les chocs temporaires de liquidité, dus par exemple aux fluctuations journalières de la demande de billets ou des dépôts des administrations publiques auprès des BCN. Enfin, un système de facilités permanentes permet aux établissements de crédit d'emprunter ou de déposer des fonds à un jour

à des taux pré-annoncés, qui constituent des bornes pour les taux interbancaires au jour le jour.

Au cours de l'année 2002, le besoin de liquidités des établissements de crédit s'est élevé en moyenne à 186,5 milliards d'euros, en retrait de près de 15 p.c. par rapport à l'année précédente. La constitution des réserves obligatoires a représenté 69,7 p.c. de ce besoin, contre 56,9 p.c. en 2001. La baisse du besoin de liquidités des établissements de crédit et la part croissante des réserves obligatoires au sein de celui-ci sont principalement le reflet de la diminution des billets en circulation dans la zone euro.

L'encours des billets en circulation a été fortement influencé par l'introduction des pièces et des billets en euro. Dès l'été 2001, les billets ont reflué vers les BCN dans la perspective du passage à l'euro fiduciaire. En revanche, au début de 2002, l'encours des billets émis a été gonflé par la prise en compte des nouveaux billets

TABLEAU 13 SITUATION CONSOLIDÉE ET SIMPLIFIÉE DE L'EUROSYSTÈME
(milliards d'euros)

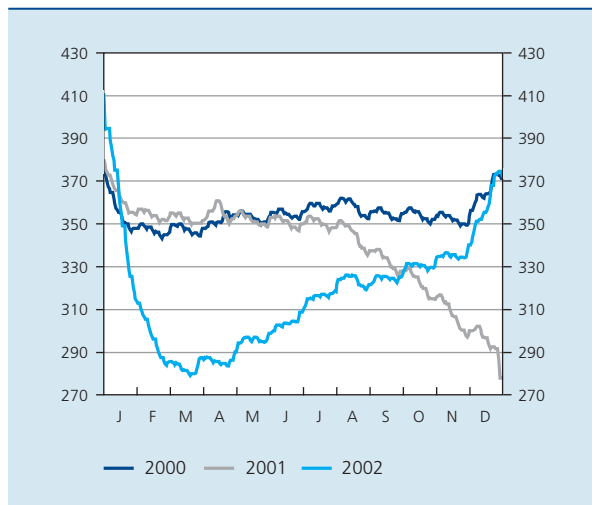
	2001		2002	
	Moyenne des encours journaliers (actif = +, passif = -)	Moyenne des variations journalières en valeur absolue	Moyenne des encours journaliers (actif = +, passif = -)	Moyenne des variations journalières en valeur absolue
Opérations hors politique monétaire (1)	-94,2	2,5	-56,6	2,5
Billets en circulation	-340,0	0,7	-317,8	1,1
Avoirs nets en or et en devises	387,4	0,5	378,9	0,3
Dépôts des administrations publiques	-46,7	2,0	-48,9	1,9
Divers (nets)	-94,8	1,1	-68,8	1,3
Réserve obligatoire moyenne	-124,0	0,0	-129,9	0,0
Total : besoin de liquidités des établissements de crédit	-218,1	2,5	-186,5	2,5
Opérations d'open market	218,4	2,4	187,3	1,7
Opérations principales de refinancement	158,3	2,6	132,0	1,4
Opérations de refinancement à plus long terme	57,4	0,0	54,8	0,0
Opérations structurelles	2,4	0,7	0,0	0,0
Opérations de réglage fin	0,3	0,4	0,5	0,4
Total : surplus résiduel du marché monétaire	0,3	4,1	0,8	3,1
Facilités permanentes	0,3	0,8	0,1	0,4
Facilité de prêt marginal	0,7	0,6	0,3	0,3
Facilité de dépôt	-0,4	0,4	-0,2	0,2
Écart entre les avoirs en comptes courants et la réserve obligatoire moyenne: excédent (-) ou déficit	-0,6	4,4	-0,9	3,6

Source : BCE.

(1) Y compris les certificats de dette émis et les titres acquis avant le 1^{er} janvier 1999.



GRAPHIQUE 27 BILLETS ÉMIS PAR L'EUROSISTÈME⁽¹⁾
(encours journaliers, milliards d'euros)



Source : BCE.

(1) Billets libellés en euro et en monnaies nationales. Les billets émis en monnaies nationales n'apparaîtront plus à la rubrique « Billets » du bilan des BCN à partir du 1^{er} janvier 2003.

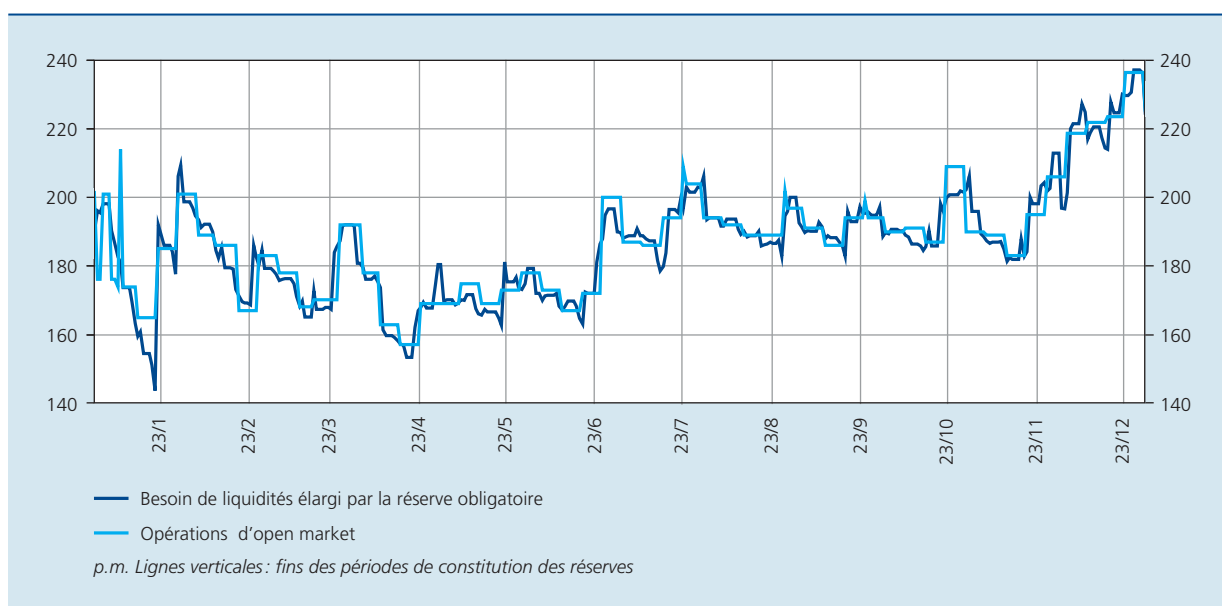
en euro. Au 1^{er} janvier 2002, le montant total des billets en euro fournis aux établissements de crédit au cours des mois précédents s'élevait à 133 milliards d'euros. Le montant des billets nationaux toujours en circulation à la même date était de 278 milliards, de sorte que le total

des billets émis par l'Eurosystème représentait 411 milliards d'euros. Au premier trimestre, l'encours des billets s'est fortement réduit, étant donné un retour des billets nationaux supérieur à la progression des billets en euro. Cette tendance s'est inversée dès la fin de mars, mais il a fallu attendre le mois d'octobre pour que le montant des billets émis dépasse le niveau correspondant de l'année précédente. À la fin de l'année, les monnaies nationales encore en circulation ne représentaient plus que 13,4 milliards d'euros.

Les comptes des établissements auxquels les billets en euro avaient été fournis préalablement n'ont pas été débités du montant total de ceux-ci dès le 1^{er} janvier, mais à concurrence d'un tiers à trois dates différentes, les 2, 23 et 30 janvier 2002. Il en est résulté une évolution « en dents de scie » du besoin de liquidités des établissements de crédit au cours du premier mois de l'année. Une autre cause majeure de fluctuation, tout au long de l'année cette fois, a été la variation des dépôts des administrations publiques auprès de certaines BCN, qui a généralement conduit à un resserrement de la liquidité au début des périodes de constitution des réserves, comme les années précédentes.

Les opérations d'open market de l'Eurosystème ont entièrement couvert le déficit de liquidités des établissements de crédit. Cinquante-trois opérations principales de refinancement ont été conclues, pour un volume moyen de

GRAPHIQUE 28 BESOIN DE LIQUIDITÉS ET OPÉRATIONS D'OPEN MARKET DE L'EUROSISTÈME EN 2002
(encours journaliers, milliards d'euros)



Source : BCE.

66,5 milliards d'euros. Les adjudications se sont déroulées sans tension particulière dans la mesure où les contreparties ont peu spéculé sur les variations des taux directeurs. L'écart entre le taux moyen pondéré des adjudications et le taux de soumission minimal, qui donne une mesure de la dispersion des offres, s'est élevé en moyenne à 6 points de base.

L'Eurosystème a également mené douze opérations de refinancement à plus long terme, sous la forme de crédits à trois mois. Au premier semestre, le volume de chaque adjudication a été de 20 milliards d'euros. Ensuite, le Conseil des gouverneurs de la BCE a réduit ce volume à 15 milliards d'euros, en vue de ramener le poids relatif de cet instrument dans l'octroi de liquidités à son niveau antérieur.

Pendant le premier mois de l'année, la gestion de la liquidité par l'Eurosystème a été quelque peu compliquée par le passage à l'euro fiduciaire. En particulier, au cours des deux premières semaines de janvier, la demande de billets en euro a dépassé les estimations, tandis que le retour des billets nationaux était moindre que prévu. Pour répondre à cette demande de liquidités supérieure aux prévisions, la BCE a procédé à deux opérations de réglage fin, les 4 et 10 janvier, conduites sous la forme d'appels d'offres à taux variables, avec un taux de soumission minimal de 3,25 p.c. L'Eurosystème a octroyé de la sorte des liquidités à un jour à concurrence de 25 et 40 milliards d'euros respectivement. Le 18 décembre, une autre opération de réglage fin consistant à fournir 10 milliards de liquidités à une semaine a été effectuée, via un appel d'offres à taux variables assorti d'un taux minimal de 2,75 p.c., en vue de pallier les conséquences de l'insuffisance des soumissions lors de l'adjudication hebdomadaire.

Le recours aux facilités permanentes est demeuré marginal. Par ailleurs, les taux du marché monétaire au jour le jour (Eonia) sont restés assez proches du taux de soumission minimal fixé par le Conseil des gouverneurs de la BCE pour les opérations principales de refinancement.

Bien qu'il soit généralement admis que le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème fonctionne bien depuis l'introduction de l'euro en 1999, trois mesures techniques, destinées à en améliorer l'efficacité, ont été soumises à consultation publique en 2002 :

- une modification du calendrier relatif à la période de constitution des réserves, afin que celle-ci débute toujours le jour de règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire ; l'entrée en vigueur des modifications de taux des facilités permanentes serait, en principe, alignée sur le début d'une nouvelle période de constitution des réserves ;
- le raccourcissement de la durée des opérations principales de refinancement de deux à une semaine ;
- la suspension des opérations de refinancement à plus long terme.

Sur la base des résultats de cette consultation, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 23 janvier 2003, d'adopter les deux premières mesures, qui devraient entrer en application au cours du 1^{er} trimestre de 2004, mais de ne pas suspendre les opérations de refinancement à plus long terme, qui semblent continuer à répondre aux besoins des contreparties de l'Eurosystème en matière de gestion de la liquidité.

Les changements retenus contribueront à mettre un terme aux anticipations de modifications de taux d'intérêt au cours d'une période de constitution des réserves. Ceci réduira, lors des appels d'offres hebdomadaires, la probabilité d'insuffisance de soumission en raison d'anticipations de baisse des taux d'intérêt, et empêchera que les taux du marché monétaire s'écartent trop du taux de soumission minimal, brouillant le signal de l'orientation de la politique monétaire, sous l'effet d'anticipations de hausse.

3. Production et dépenses

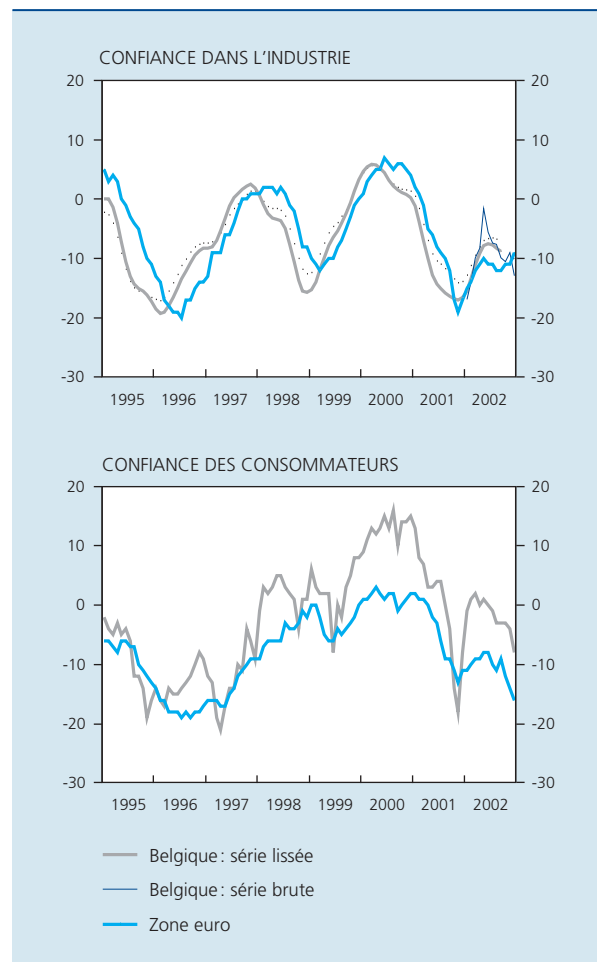
3.1 Aperçu général

À de nombreux égards, l'économie belge se fonde dans l'ensemble des économies voisines, et plus largement dans la zone euro. Cette imbrication se manifeste de longue date dans l'importance des échanges de biens et services, qui traduit notamment l'intégration des processus de production des entreprises au-delà des frontières nationales. La dimension internationale des sociétés implique également que les décisions stratégiques, et leur mise en œuvre dans les différentes unités nationales, sont déterminées en tenant compte de la situation et des perspectives pour l'ensemble du groupe. Par ailleurs, les marchés financiers sont fortement globalisés, en particulier depuis la réalisation de l'UEM, et leurs développements influencent le comportement des agents économiques nationaux. Enfin, la politique monétaire s'établit au niveau de l'ensemble de la zone, sans considération pour les particularités de ses diverses composantes géographiques.

De ce fait, les développements économiques en Belgique portent directement l'empreinte des évolutions extérieures. La faiblesse persistante de l'activité et des échanges extérieurs dans la zone euro a pesé sur l'économie belge. L'activité y est restée faible pour la deuxième année consécutive, même si la croissance est redevenue positive dès le début de 2002. Comme dans bon nombre d'économies avancées, cette asthénie s'est pour une part aussi entretenue du degré élevé d'incertitude, en raison de la volatilité des marchés financiers et des tensions géopolitiques, qui a exercé une incidence délétère sur la confiance des entrepreneurs et des ménages quant aux perspectives de renforcement de la reprise. La correction générale des cours boursiers a sans doute joué un rôle non négligeable à cet égard, même si ses retombées directes négatives sur la demande intérieure en Belgique ne semblent pas être importantes.

GRAPHIQUE 29 INDICATEURS DE CONFIANCE EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, BNB.

3.2 Évolution de l'activité

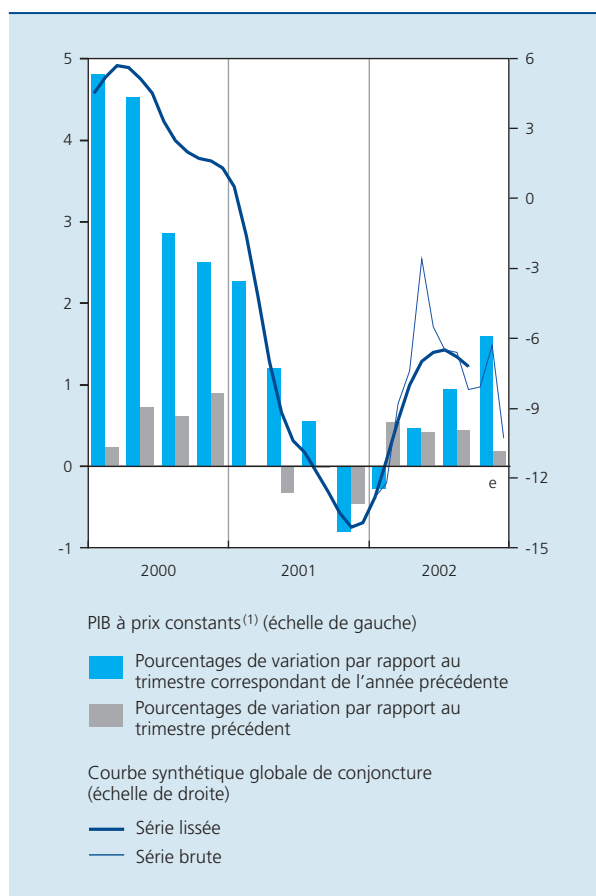
Au total, l'activité économique a augmenté de 0,7 p.c. en 2002, soit un rythme de progression comparable à celui de l'année précédente. Depuis le début des années quatre-vingt, c'est la première fois que la croissance s'établit deux années de suite à un niveau aussi faible, largement inférieur à l'évolution potentielle de l'économie.

Si le taux d'accroissement a été quasiment similaire en 2001 et 2002, les profils conjoncturels ont été différents. Au cours de 2001, la variation du PIB avait été proche de zéro ou négative, trimestre après trimestre. Un creux avait été atteint à la fin de l'année, lorsque le PIB avait reculé de 0,5 p.c. sur une base trimestrielle et de 0,8 p.c. à un an d'écart. Une reprise s'est manifestée au premier trimestre de 2002, le PIB augmentant de 0,5 p.c. par rapport au trimestre précédent. Par la suite, l'accélération

ne s'est toutefois pas poursuivie, la croissance demeurant positive, mais limitée à 0,4 p.c. au cours des deuxième et troisième trimestres.

De manière générale, on peut s'attendre à ce que les périodes de reprise, telles que celle qui semblait se dessiner au début de 2002, se caractérisent dans un premier temps par une amélioration des perspectives de la demande pour les entreprises. Leur concrétisation dans un renforcement de la demande effective donne lieu à une phase de haute conjoncture. À l'inverse, un ralentissement se signale par une détérioration des perspectives qui, après un certain délai, lorsque la demande effective diminue à son tour, débouche sur une période de basse conjoncture. Cette séquence peut être illustrée à l'aide de deux indicateurs partiels tirés des enquêtes mensuelles de conjoncture menées par la Banque dans l'industrie manufacturière, à savoir ceux portant sur l'appréciation du carnet de commandes total, d'une part, sur les prévisions de demande, d'autre part. Le premier donne des indications sur l'évolution de la demande effective, le second sur les anticipations.

GRAPHIQUE 30 PIB ET INDICATEUR DE CONJONCTURE
(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

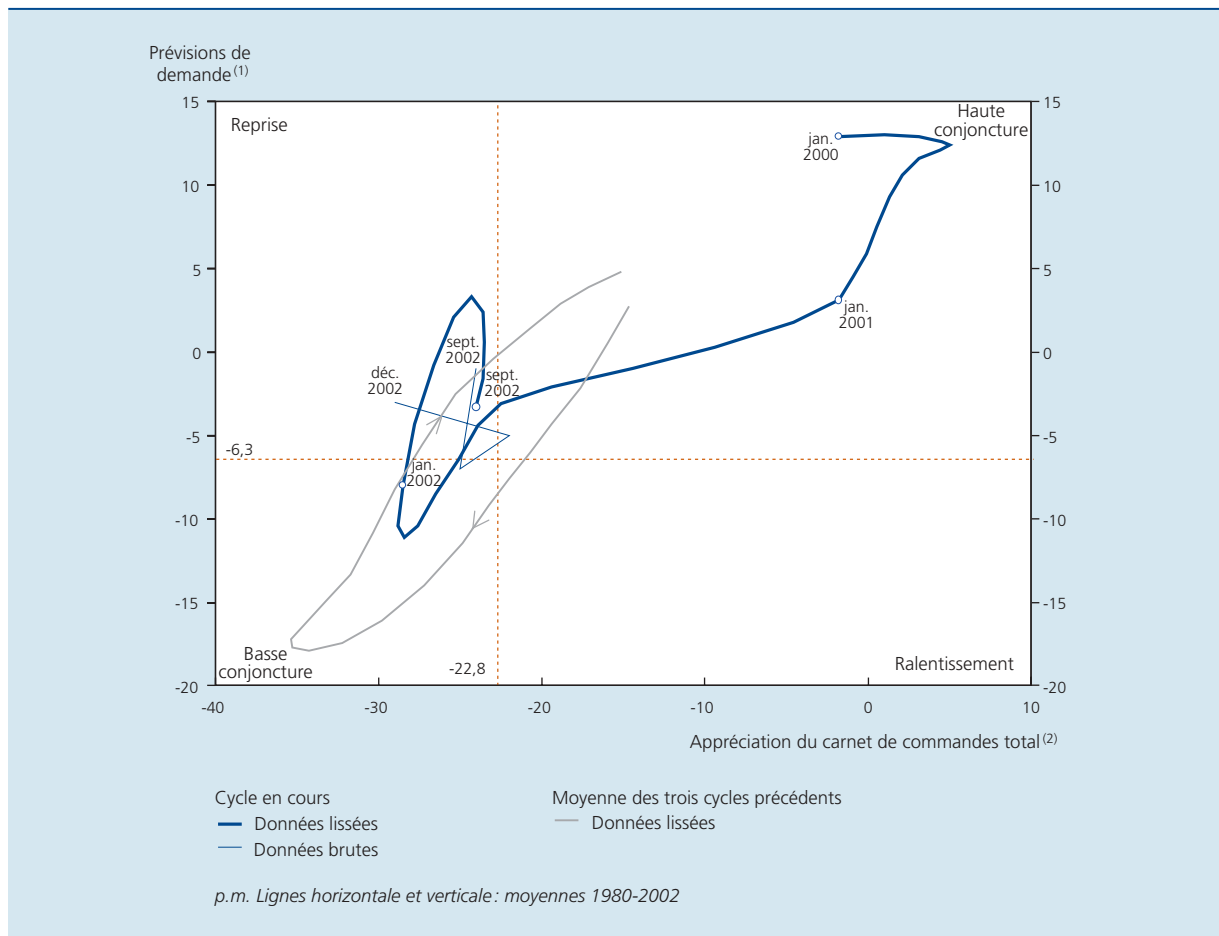
Au début de 2000, lorsque l'économie présentait un dynamisme soutenu, les deux indicateurs s'établissaient à un niveau très élevé; les perspectives de la demande se sont ensuite progressivement détériorées. En 2001, la contraction de l'activité s'est accompagnée d'un recul marqué à la fois de l'indicateur de la demande effective et de celui des perspectives: ils sont tous deux revenus au-dessous de leur moyenne à long terme. À partir de décembre et dans les premiers mois de 2002, les perspectives de la demande ont rapidement rebondi, suggérant que les effets des attentats du 11 septembre avaient été de courte durée et qu'un retour à une phase de haute conjoncture était imminent. Toutefois, contrairement aux développements généralement observés en période de reprise, l'appréciation des commandes n'a pratiquement pas progressé. Au contraire, à partir de juin 2002, lorsqu'il est apparu que la demande effective ne suivait pas le redressement que laissait présager l'indicateur des anticipations, celui-ci s'est replié.

L'écart important observé en mai 2002 entre la courbe synthétique brute de conjoncture et la courbe lissée illustre la circonspection dont il convient de faire preuve dans l'interprétation des résultats bruts en période de forte incertitude. Dans ces situations, le sentiment des entrepreneurs peut se modifier fortement et rapidement, sans que de tels mouvements ne se marquent dans l'activité réelle. L'évolution de celle-ci trouve toutefois, mais avec retard, un reflet fidèle dans l'indicateur lissé.



GRAPHIQUE 31 INDICATEURS PARTIELS DE CONJONCTURE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

(1) Indicateur reflétant les perspectives de la demande. Un déplacement vers le haut indique une amélioration des perspectives.

(2) Indicateur reflétant la demande effective. Un déplacement vers la droite indique une amélioration de la demande.

La croissance de l'activité observée depuis le creux du quatrième trimestre 2001 est la plus faible des quatre dernières phases de reprise. Après trois trimestres, le niveau du PIB en termes réels n'a progressé que de 1,4 p.c. à peine, alors que dans le même intervalle, la progression avait été beaucoup plus importante après les creux du premier trimestre de 1993 et de 1996, et surtout après celui du quatrième trimestre de 1998.

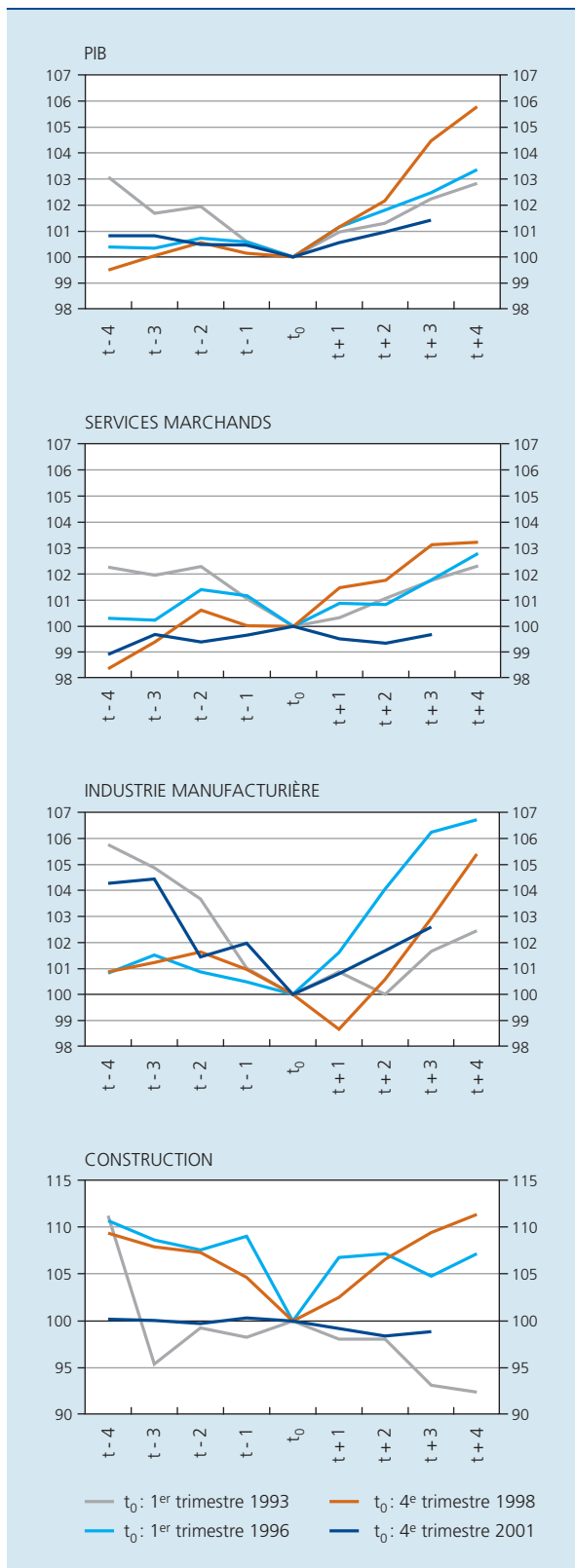
La faiblesse de la reprise est principalement imputable aux services marchands, qui représentaient en 2001 quelque 43 p.c. du PIB en volume. Cette branche a en effet présenté, de manière atypique, un profil d'évolution contra-cyclique par rapport à l'activité globale. Alors que lors des trois cycles conjoncturels précédents, les points bas du PIB et de la valeur ajoutée des services marchands avaient coïncidé, le creux du PIB à la fin de 2001 a correspondu à un sommet, certes peu marqué, pour les services.

Sur l'ensemble des trois trimestres suivants, l'activité y a décliné de 0,3 p.c. Ce tassement provient principalement de la branche dite des « services aux entreprises » – qui couvre notamment les activités informatiques, de conseil ou d'entretien –, pour laquelle la valeur ajoutée était au troisième trimestre inférieure de 4,2 p.c. à celle du quatrième trimestre de 2001. Le recul a atteint 1 p.c. dans le secteur des services financiers. Dans les transports et communications, après avoir diminué durant les deux premiers trimestres de 2002, la valeur ajoutée a seulement rejoint au troisième trimestre le niveau de la fin de 2001.

La mauvaise performance des services aux entreprises au cours de 2002 contraste avec le dynamisme des années précédentes : la croissance de la valeur ajoutée avait atteint 7 p.c. par an en moyenne de 1997 à 2000 et 2 p.c. encore en 2001. Cette évolution est vraisemblablement due en partie aux services informatiques, où la préparation des

GRAPHIQUE 32 COMPARAISON DES PHASES DE REPRISE LES PLUS RÉCENTES

(PIB ou valeur ajoutée par branche à prix constants, données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, indices point bas du PIB $t_0 = 100$)



Source: ICN.

entreprises et des administrations publiques en vue du passage à l'an 2000 et de l'introduction de l'euro avait donné lieu à un surcroît de travail important, mais non récurrent. Par ailleurs, de nombreuses entreprises ont, ces dernières années, sous-traité un certain nombre d'activités n'appartenant pas à leurs métiers de base, comme l'informatique, le conseil ou l'entretien. En périodes moins porteuses, comme au cours de l'année sous revue, ces coûts externes font souvent l'objet de mesures d'économie, ce qui explique la diminution de l'activité dans les services aux entreprises. En outre, si le déclin général de l'activité a pesé sur les activités de transport de marchandises, le transport aérien a été plus particulièrement touché, subissant une contraction importante du trafic, notamment à la suite des attentats du 11 septembre 2001. Cette contraction a été renforcée par la disparition de compagnies basées en Belgique. Enfin, sous l'effet notamment des efforts de restructuration dans la foulée des regroupements opérés les dernières années, la valeur ajoutée dans le secteur financier a diminué.

Après un recul marqué de la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière dans le courant de 2001, de plus de 4 p.c., l'activité de ce secteur s'est redressée dès le premier trimestre de 2002. Le rythme de la reprise a dans un premier temps été similaire à celui observé en moyenne lors des trois phases précédentes de redressement. Comparativement, il s'est toutefois quelque peu essoufflé au second semestre, et le degré d'utilisation des capacités de production s'est légèrement replié à la fin de l'année.

Dans la construction, l'activité est demeurée atone en 2001, avant de reculer dans le courant de 2002: au troisième trimestre, la valeur ajoutée était inférieure de 1,2 p.c. au niveau de la fin de l'année précédente. Comme les services marchands, cette branche a dès lors également pesé sur la reprise de l'activité globale.

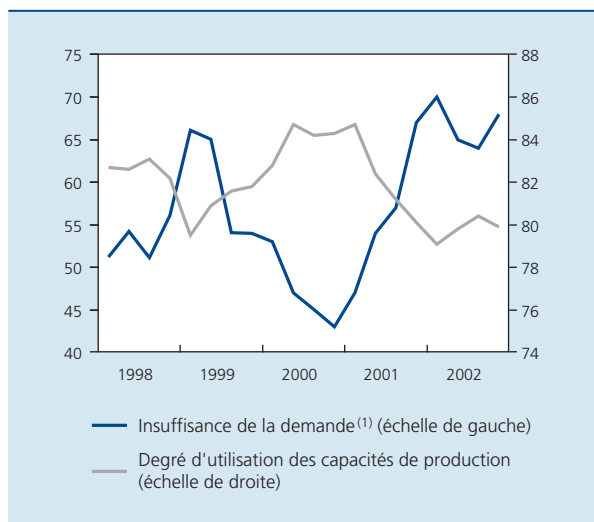
3.3 Principales catégories de dépenses

En raison de la mollesse persistante de la reprise conjoncturelle en 2002, les déséquilibres engendrés par le ralentissement de l'année précédente n'ont pu se résorber d'eux-mêmes. Dès lors, les entreprises ont été amenées à opérer certains ajustements. D'une part, elles ont eu à adapter le niveau des facteurs de production – travail et capital fixe – mis en œuvre, d'autre part, elles ont ramené les stocks de matières premières et de biens finis à des niveaux davantage en conformité avec la demande.



GRAPHIQUE 33 INSUFFISANCE DE LA DEMANDE ET DEGRÉ D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(pourcentages, données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

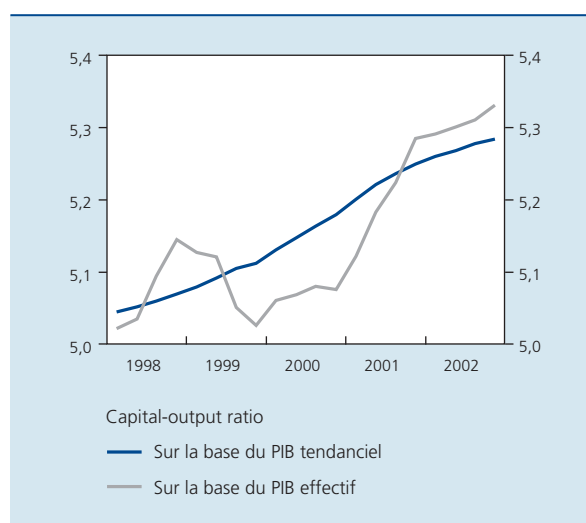
(1) Sur la base de l'enquête trimestrielle de la Banque, proportion des entreprises qui ont cité l'insuffisance de la demande comme facteur explicatif d'une sous-utilisation des capacités de production.

La demande finale adressée à l'économie, qui s'était fortement repliée dans le courant de 2001, a encore légèrement diminué en moyenne en 2002, en raison du niveau très bas atteint au début de l'année sous revue et d'une amélioration trop limitée par la suite. Cette faiblesse de la demande s'est accompagnée de capacités de production excédentaires. Il ressort des enquêtes de la Banque sur les raisons de l'utilisation incomplète des capacités de production dans l'industrie manufacturière que l'insuffisance des débouchés a été invoquée par un nombre croissant d'entreprises en 2001 et a continué à être considérée comme une entrave importante au cours de l'année sous revue, ce motif étant cité par environ 67 p.c. d'entre elles. Une telle proportion n'avait plus été observée depuis 1996. En corollaire, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière s'est maintenu à un niveau bas, autour de 80 p.c., après s'être fortement contracté l'année précédente, revenant de près de 85 p.c. en janvier 2001 à quelque 79 p.c. en janvier 2002. L'excès des capacités de production a porté à la fois sur le travail et sur le capital. Il en est résulté, d'une part, comme cela est détaillé dans le chapitre relatif au marché du travail, une réduction nette d'emplois en 2002, d'autre part, une diminution des investissements, le stock de capital ayant atteint un niveau élevé compte tenu du volume de production.

Le *capital-output ratio*, qui mesure le stock de capital utilisé par les entreprises en pourcentage du PIB, présente une tendance structurellement à la hausse, comme en témoigne l'évolution du rapport entre le stock de capital et le PIB tendanciel. Cette tendance s'explique par l'importance croissante du capital dans le processus de production. Autour de cette trajectoire de référence, le *capital-output ratio* présente aussi des fluctuations de court terme, en raison de la relative inertie du stock de capital comparativement aux variations du volume effectif de production. Il apparaît ainsi que si ce ratio était relativement bas en 2000 lorsque l'activité économique avait été très dynamique, il avait sensiblement augmenté l'année suivante pour atteindre un niveau supérieur au niveau tendanciel dès la fin de 2001. Cet « excès » de capital, qui s'est maintenu tout au long de l'année sous revue, a amené les entreprises à réduire leurs investissements.

Outre le frein exercé directement par la faiblesse de la demande, d'autres éléments ont également pesé sur la formation brute de capital fixe des entreprises. Corrélativement à la stagnation de la demande en volume et aux pressions sur les prix qui en découlent, la rentabilité des entreprises, mesurée par l'excédent brut d'exploitation, a globalement stagné au cours de la période 2001-2002. Le faible niveau de ressources dégagées par l'activité des entreprises a ainsi entamé les possibilités d'autofinancement de l'investissement, alors même que les conditions de financement externe se détérioraient, à la suite de la hausse des taux des crédits bancaires à

GRAPHIQUE 34 CAPITAL-OUTPUT RATIO (1)

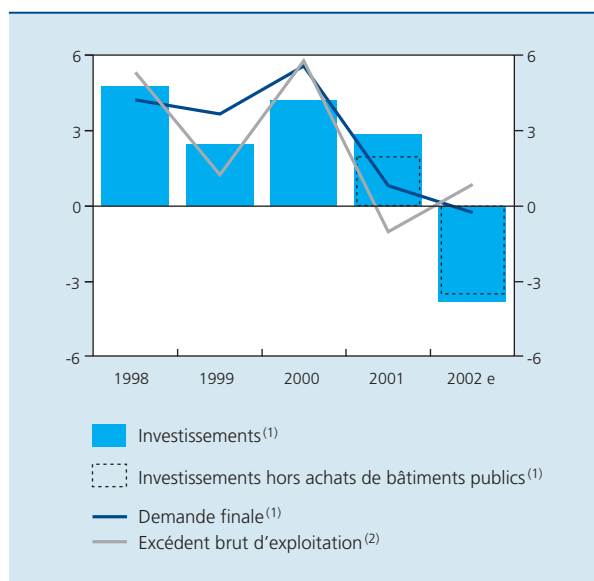


Sources : ICN, BNB.

(1) Stock de capital dans les entreprises en proportion du PIB effectif ou du PIB tendanciel. Ce dernier est obtenu en appliquant la méthode de filtrage dite de Hodrick-Prescott au PIB effectif, corrigée pour éviter notamment le biais de fin de période qui lui est inhérent.

GRAPHIQUE 35 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES, DEMANDE FINALE ET RENTABILITÉ

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

(2) Données déflatées au moyen du déflateur des investissements des entreprises.

l'investissement durant le premier semestre de 2002 et de la chute des cours boursiers. De plus, en cours d'année, l'incertitude est restée grande quant à la continuité et à la vigueur de la reprise.

Au total, la formation brute de capital fixe des entreprises s'est réduite de 3,8 p.c. en 2002, alors qu'elle avait augmenté de 2,9 p.c. l'année précédente. Abstraction faite des opérations d'achats d'immeubles par des sociétés aux pouvoirs publics, pour un montant de près de 320 millions d'euros en 2001 et de 195 millions d'euros au cours de l'année sous revue, la baisse s'est chiffrée à 3,5 p.c. en 2002, contre une hausse de 1,9 p.c. un an plus tôt. Cette diminution est la plus importante depuis celle survenue en 1993, année où la demande s'était également contractée.

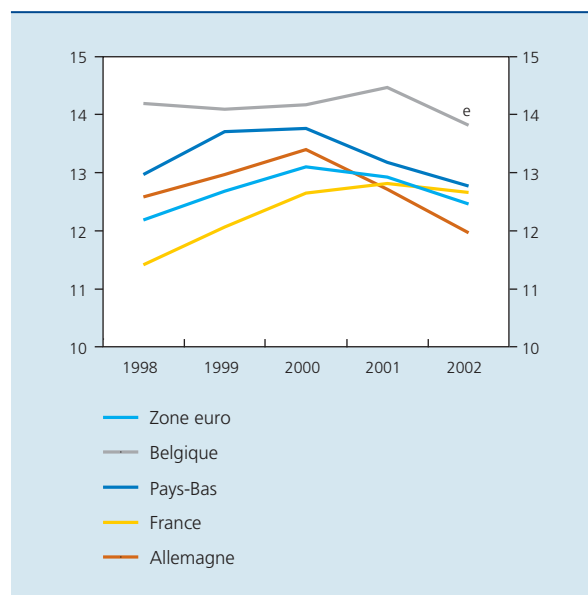
La réduction des investissements des entreprises s'est traduite par une chute du taux d'investissement, qui est passé de 14,5 p.c. du PIB en 2001 à 13,8 p.c. en 2002. Dans l'ensemble de la zone euro, le taux d'investissement s'est également tassé, mais dans une moindre mesure. Cependant, proportionnellement au PIB, la formation brute de capital fixe des entreprises demeure supérieure en Belgique à celle enregistrée dans l'ensemble de la zone euro.

La diminution des investissements des entreprises est allée de pair en 2002 avec une contraction, pour la deuxième année consécutive, des investissements en logements, de 2,9 p.c. contre 2 p.c. en 2001. Ce dernier mouvement est estimé à partir de l'évolution, décalée de trois trimestres afin de tenir compte des délais inhérents aux mises en chantier effectives, du volume de projets résidentiels définitifs passés auprès des architectes. Or, ce volume s'était inscrit en nette baisse dans le courant de l'année 2001. Ce constat est corroboré par les statistiques de l'INS concernant le nombre de bâtiments résidentiels commencés. Le climat conjoncturel morose a probablement incité les particuliers à adopter un comportement prudent en la matière, alors qu'un recul des taux des crédits hypothécaires, susceptible de stimuler le marché immobilier, n'est survenu que dans la seconde moitié de 2001. De plus, la baisse des droits d'enregistrement en Flandre, annoncée dans le courant de 2001 et entrée en vigueur le 17 janvier 2002, a aussi pu contribuer à détourner une partie de l'activité de construction de logements neufs vers le marché immobilier secondaire.

Les pouvoirs publics ont été le seul secteur dont les investissements se sont accrus en 2002, de 9,7 p.c., après une forte chute, de 11,7 p.c., l'année précédente. Ces mouvements ont toutefois été largement influencés par les opérations de ventes de bâtiments publics précédemment

GRAPHIQUE 36 COMPARAISON INTERNATIONALE DU TAUX D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES, AUX PRIX DE 1995

(pourcentages du PIB)



Sources : OCDE, ICN, BNB.



évoquées, comptabilisées en vertu des conventions comptables comme des désinvestissements de ce secteur. Mais même abstraction faite de ces ventes, la formation brute de capital fixe des administrations publiques a augmenté en 2002, de 5,6 p.c., à comparer avec une baisse de 4,5 p.c. en 2001.

L'atonie de la demande avait déjà conduit les entreprises à réduire de manière importante leurs stocks durant les trois premiers trimestres de 2001. Ce mouvement s'est quelque peu atténué par la suite, en même temps que, d'après l'enquête de la Banque, un nombre croissant d'entreprises de l'industrie manufacturière jugeaient que ces stocks revenaient à un niveau plus proche de la normale. Toutefois, cette dernière évolution s'est interrompue au milieu de 2002, probablement en raison des doutes quant à la continuité de la reprise qui s'était amorcée au début de l'année. Au total, la réduction des stocks s'est néanmoins ralentie, de sorte que ces derniers ont contribué positivement à la croissance du PIB en 2002, à hauteur de 0,2 p.c.

Les dépenses de consommation finale des ménages se sont accrues de 0,6 p.c. en termes réels en 2002, soit un rythme inférieur de 0,4 point à celui observé en 2001. Le faible taux de croissance annuelle enregistré au cours de l'année sous revue doit toutefois être relativisé en tenant compte de deux éléments. Comme détaillé dans la notice méthodologique du présent Rapport, à la suite de la reclassification des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés non financières vers le secteur des administrations publiques, la redevance radiotélévision n'est plus, à partir de 2002, considérée dans les comptes nationaux comme une dépense de consommation des ménages mais comme un impôt courant des particuliers aux pouvoirs publics. Abstraction faite de cette modification purement comptable, qui est une conséquence du transfert en vertu de l'accord du Lambermont de la redevance radiotélévision aux régions plutôt qu'aux communautés, les dépenses de consommation finale des ménages auraient augmenté en fait de 1,1 p.c. au cours de l'année sous revue. Par ailleurs, l'évolution de la consommation privée en 2002 doit également être appréciée

TABLEAU 14 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, AUX PRIX DE 1995

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier)

	1998	1999	2000	2001	2002 e
Formation brute de capital fixe	3,2	4,5	3,2	0,5	-2,6
Entreprises	4,8	2,5	4,2	2,9	-3,8
<i>p.m. Hors achats de bâtiments publics</i>				(1,9)	(-3,5)
Logements	0,1	5,7	0,8	-2,0	-2,9
Administrations publiques	-0,1	19,4	1,9	-11,7	9,7
<i>p.m. Hors ventes de bâtiments publics</i>				(-4,5)	(5,6)
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,5	-0,6	0,2	-0,5	0,2
Dépenses de consommation finale des particuliers	3,0	2,2	3,3	1,0	0,6 ⁽²⁾
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,1	3,5	2,4	2,1	1,9 ⁽²⁾
Total des dépenses intérieures	3,2	2,4	3,3	0,5	0,4 ⁽²⁾
Exportations de biens et services	5,6	5,3	8,5	1,2	-1,0
Total des dépenses finales	4,2	3,7	5,6	0,8	-0,2
Importations de biens et services	7,4	4,3	8,3	0,8	-1,5
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services⁽¹⁾</i>	-0,9	0,9	0,5	0,3	0,3
PIB	2,1	3,2	3,7	0,8	0,7 ⁽²⁾

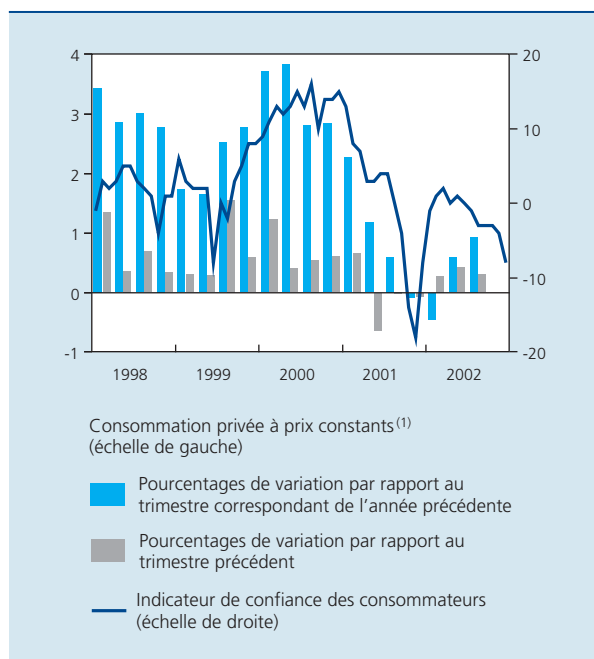
Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Ces chiffres sont influencés par la reclassification en 2002 des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés non financières vers celui des administrations publiques. Abstraction faite de cette reclassification, les dépenses de consommation finale des particuliers se seraient accrues de 1,1 p.c. en 2002, celles des administrations publiques de 1,2 p.c., les dépenses intérieures de 0,5 p.c. et le PIB de 0,8 p.c.

GRAPHIQUE 37 CONSUMMATION PRIVÉE ET CONFIANCE DES CONSOMMATEURS

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

au regard de son recul à partir du deuxième trimestre de l'année précédente. Le ralentissement conjoncturel du volume de l'emploi avait dès 2001 pesé sur la consommation des ménages. Celle-ci avait également pâti de la nette diminution de la confiance des consommateurs, attisée au dernier trimestre par les attentats du 11 septembre, ainsi que de la perte de pouvoir d'achat à la suite du renchérissement des produits pétroliers. La confiance des consommateurs semble s'être sensiblement redressée au début 2002 avant de se replier de nouveau. Elle reste toutefois largement supérieure au creux atteint en novembre 2001. En outre, le pouvoir d'achat des ménages s'est amélioré. Au total, dès le commencement de l'année sous revue, la consommation privée a retrouvé un rythme d'accroissement trimestriel positif, de 0,3 p.c. en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2002.

La forte correction des cours boursiers, qui a érodé le patrimoine des ménages, semble n'avoir pesé que de manière limitée sur leurs dépenses de consommation. En effet, les estimations empiriques réalisées par la Banque montrent que l'effet dit de richesse est relativement faible en Belgique – comme d'ailleurs dans un grand nombre de pays de la zone euro –, dans la mesure où la part des actions dans le patrimoine des ménages reste peu importante. Il en ressort en effet qu'à un mouvement de

1 euro de la richesse financière correspond à long terme une variation de 1 cent de la consommation privée. En outre, les variations de la richesse immobilière ne semblent pas exercer d'effet significatif sur la consommation, contrairement à ce qui est observé dans les économies anglo-saxonnes. L'ajustement de la consommation à une modification de la valorisation du patrimoine, en plus d'être faible, n'est pas non plus immédiat. Toutefois, au-delà de ses effets directs, l'évolution des cours boursiers peut avoir influencé le sentiment des ménages, y compris de ceux qui ne détiennent pas de portefeuille d'actions, quant à l'évolution économique générale.

La progression de la consommation finale des administrations publiques s'est quelque peu ralentie au cours de l'année sous revue, s'élevant à 1,9 p.c. contre 2,1 p.c. en 2001. Le ralentissement est plus marqué si l'on fait abstraction des effets comptables liés au changement de secteur des entreprises publiques de radiotélévision déjà évoqué, puisque la consommation publique ne se serait alors accrue que de 1,2 p.c. en 2002. Cette modification comptable, selon laquelle ces entreprises sont reprises dans le secteur des administrations publiques à partir de 2002, affecte notamment le volume des rémunérations et pensions et celui des achats de biens et services à charge des pouvoirs publics. Ainsi, en raison de ce changement, la hausse des rémunérations et pensions a été, avec 2,5 p.c., supérieure de plus de 1 point à celle enregistrée en 2001. La hausse des achats de biens et services est quant à elle passée de 7 p.c. en 2001 à 4,9 p.c. au cours de l'année sous revue, tandis que celle des dépenses de soins de santé a également décéléré, notamment sous l'incidence de diverses mesures de maîtrise des dépenses.

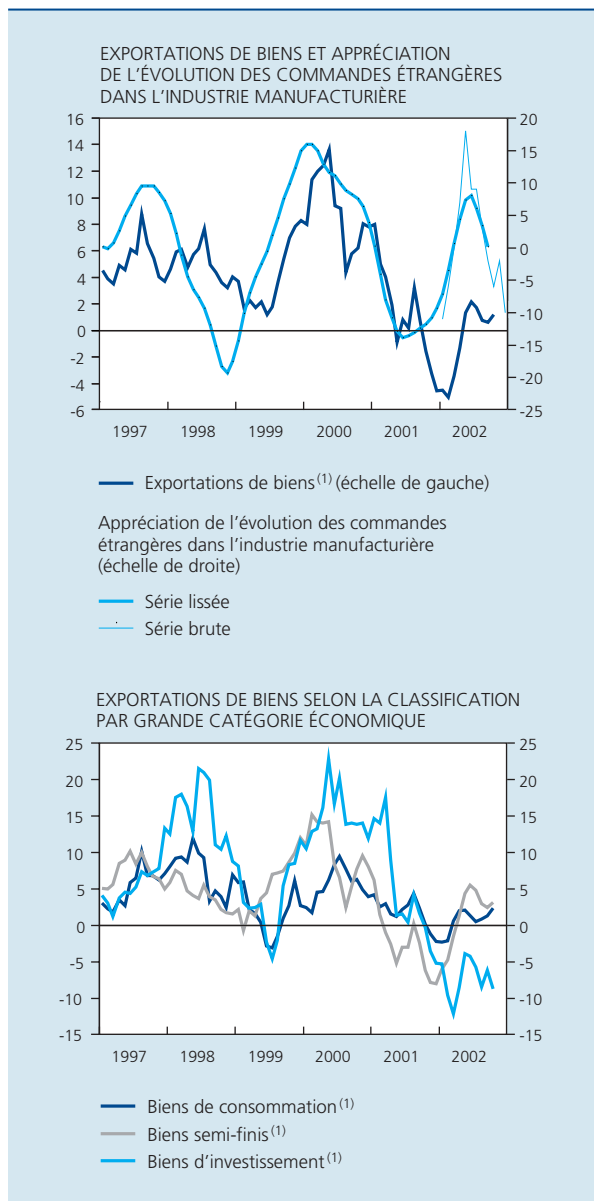
Au total, la demande intérieure a augmenté de 0,4 p.c. en volume en 2002, un taux d'accroissement comparable à celui de 2001, mais inférieur de 2 à 3 points à celui des trois années précédentes. Les exportations ont, quant à elles, reculé, parallèlement à l'évolution des marchés extérieurs. Ceux-ci se seraient légèrement contractés pendant l'année sous revue, en raison du recul marqué des échanges au sein de la zone euro à la fin de 2001, et de la reprise limitée qui a suivi.

Alors que les exportations de biens avaient été particulièrement dynamiques au début de 2000, les statistiques du commerce extérieur indiquant une croissance en volume de plus de 10 p.c. sur un an, un affaiblissement prononcé s'est produit jusqu'en février 2002. À ce moment, les exportations s'inscrivaient en recul de 5 p.c. par rapport à l'année précédente, ce qui représente la baisse la plus importante depuis que la série statistique existe, soit 1995. Une reprise s'est manifestée par après, permettant aux exportations de dépasser le niveau observé un an plus



GRAPHIQUE 38 EXPORTATIONS DE BIENS EN VOLUME

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Moyenne mobile sur trois mois, pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier.

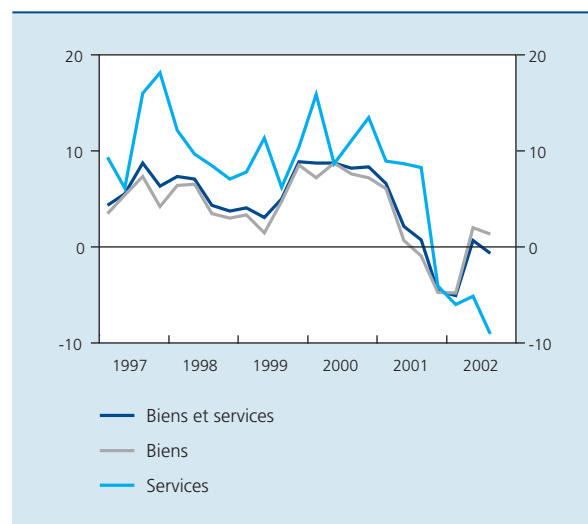
tôt à partir de mai. Le raffermissement a toutefois été hésitant, puisque la croissance du volume de biens exportés n'a plus accéléré à partir du milieu de l'année. Dans le même temps, l'appréciation que les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière portaient sur les commandes étrangères s'est détériorée, après une forte amélioration durant la première partie de l'année.

La dégradation, depuis 2001, de l'évolution du volume de biens exportés a d'abord touché les produits semi-finis, mais a été spécialement marquée pour les biens d'investissement. Pour ceux-ci, la croissance annuelle, de 17,6 p.c. encore au premier trimestre de 2001, a fait place à un recul de 12,2 p.c. un an plus tard. Le ralentissement observé pour cette catégorie de biens n'est pas propre à la Belgique, comme en attestent les chiffres détaillés du commerce mondial publiés par l'OMC ; il résulte essentiellement de la faiblesse générale du climat d'investissement. Les exportations des biens de consommation se sont également ralenties mais moins que les deux autres catégories. La reprise du volume des exportations de biens a été à la fois plus précoce et plus prononcée pour les biens semi-finis, parallèlement à la progression de l'activité industrielle. Au premier semestre de l'année sous revue, elle s'est étendue aux produits de consommation. Pour les biens d'investissement, la diminution des exportations s'est légèrement réduite à partir du deuxième trimestre.

Alors que le repli des exportations de marchandises était déjà en cours depuis le début de 2001, les exportations de services étaient demeurées soutenues jusqu'aux attentats du 11 septembre 2001. Consécutivement à ceux-ci, le transport de passagers par avion d'abord, les voyages

GRAPHIQUE 39 EXPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES, AUX PRIX DE 1995

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : ICN.

d'affaires ensuite, ont diminué fortement. Cette contraction s'est jointe à la baisse des exportations de services tels que le transport de marchandises et les activités de négoce international qui ont été affectés par la faiblesse du commerce international de marchandises. Dès lors, la croissance des exportations de services s'est brusquement ralentie, et est devenue négative au dernier trimestre de 2001. En raison notamment des faillites de compagnies aériennes belges, le recul des recettes de services s'est poursuivie dans le courant de 2002, contrairement aux exportations de biens.

Globalement, les exportations de biens et services ont diminué de 1 p.c. en volume en 2002, enregistrant ainsi leur première baisse depuis 1980, après avoir encore progressé de 1,2 p.c. en 2001. Les importations se sont repliées davantage encore au cours de l'année sous revue, en particulier au premier trimestre, sous l'effet de la faiblesse des exportations et de la hausse modérée de la demande intérieure. En moyenne annuelle, elles ont reculé de 1,5 p.c. Les exportations nettes de biens et services ont donc contribué à hauteur de 0,3 p.c. à la croissance du PIB en 2002.



4. Marché du travail et coûts salariaux

4.1 Marché du travail

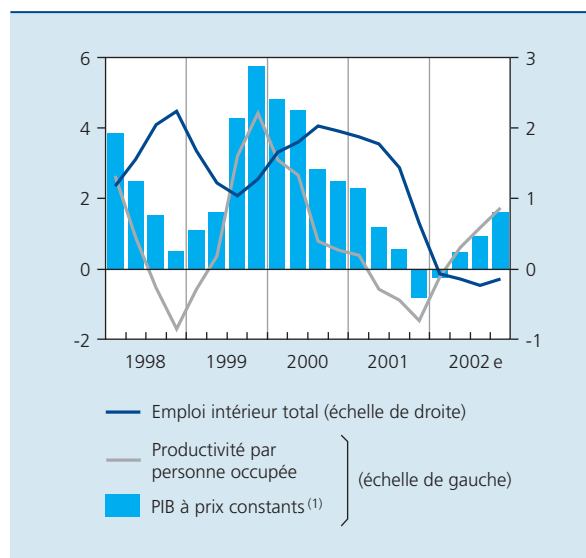
La détérioration du rythme de création d'emplois observée depuis la fin de l'année 2000 s'est poursuivie en 2002, l'emploi intérieur s'inscrivant même en léger recul. En moyenne, celui-ci s'est ainsi replié de 0,1 p.c., ce qui représente une perte nette de quelque 6.000 postes de travail. Le nombre de personnes occupées, encore en hausse de près de 60.000 unités en 2001, n'avait pas enregistré de diminution depuis 1995.

On notera par ailleurs que les statistiques de l'emploi dans les comptes nationaux ont fait l'objet en novembre 2002 d'une importante révision à la suite, principalement, de la mise à disposition par l'ONSS d'informations permettant une identification directe du nombre de personnes au travail. Les séries actualisées diffèrent largement des précédentes estimations, tant en niveau – environ 180.000 personnes supplémentaires sont répertoriées dans l'emploi salarié en 2001 – qu'en évolution – la différence cumulée des taux de croissance atteint 1,5 point de pourcentage entre 1995 et 2001. Compte tenu de cette révision à la hausse, qui trouve son origine quasiment exclusive dans les branches des services, le niveau de l'emploi a été porté à 4.142.000 travailleurs en 2002.

Alors que, traditionnellement, les fluctuations de l'emploi suivent celles de l'activité avec un délai moyen de deux trimestres, les effectifs occupés ont peu évolué dans le courant de l'année sous revue. Les variations trimestrielles à un an d'intervalle se sont stabilisées à un niveau légèrement inférieur à zéro, bien que l'activité économique ait amorcé une timide reprise dès le début de l'année. Cette morosité du marché du travail peut être rapprochée de l'atonie des investissements des entreprises. La conjonction de ces deux phénomènes résulte d'une politique globale de mise en adéquation des capacités de production aux débouchés actuels et attendus des firmes.

GRAPHIQUE 40 EMPLOI, PRODUCTIVITÉ ET ACTIVITÉ

(moyennes trimestrielles, pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.

Ce déphasage a accentué l'évolution conjoncturelle des gains de productivité enregistrés au cours de l'année sous revue, la variation à un an d'intervalle de la productivité apparente par personne passant d'une baisse de 1,5 p.c. au quatrième trimestre de 2001 à une progression de 1,7 p.c. à la fin de 2002. Davantage toutefois que les effectifs occupés, c'est le nombre d'heures prestées qui caractérise le mieux la mobilisation des ressources humaines au cours d'une année.

TABLEAU 15 EMPLOI INTÉRIEUR

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

	1998	1999	2000	2001	2002 e
Personnes occupées	1,8	1,3	1,9	1,4	-0,1
<i>p.m. Ancienne série</i>	1,2	1,4	1,6	1,2	-
Heures prestées	1,5	0,5	1,8	1,2	-0,3

Sources : ICN, INS, MET, ONEM, BNB.

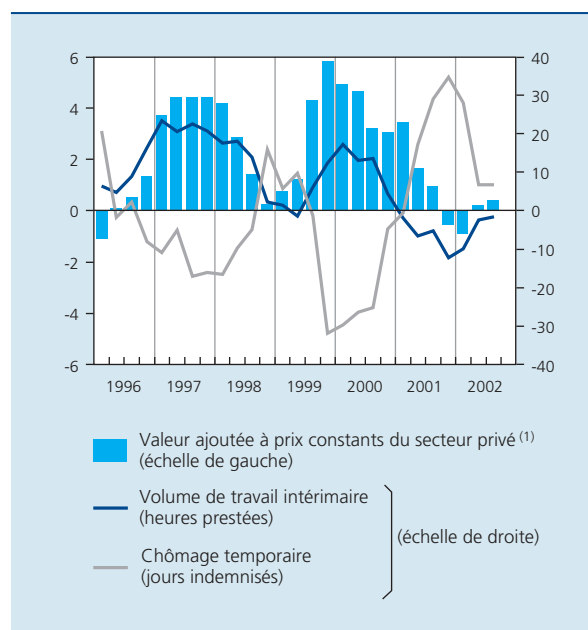
Le volume de travail mis en œuvre dans l'économie, c'est-à-dire le nombre total d'heures prestées par les travailleurs occupés en Belgique, aurait diminué de 0,3 p.c. au cours de l'année sous revue, alors qu'il avait encore enregistré un taux de croissance appréciable de 1,2 p.c. en 2001. Comme les années précédentes, l'évolution des heures ouvrées a donc été quelque peu inférieure au taux de variation du nombre de personnes occupées, la tendance à la baisse de la durée annuelle du travail dont témoignent les données issues des bilans sociaux se trouvant ainsi prolongée. En dépit de la croissance plus vive de l'activité qui a prévalu à la fin des années nonante, le temps de travail annuel moyen par équivalent temps plein des salariés du secteur privé aurait en effet été réduit de 2 p.c. entre 1997 et 2001. Cette tendance est pour partie attribuable à la réduction régulière de la durée du travail déterminée par convention collective au sein des commissions paritaires, qui réunissent pour chaque branche d'activité des représentants des travailleurs et des employeurs. L'indice de la durée conventionnelle du travail, publié par le Ministère fédéral de l'emploi et du travail (MET) sur la base des temps de travail conclus paritairement, est ainsi en diminution régulière depuis son élaboration en 1998. La progression quasiment continue du travail à temps partiel, dont témoignent les résultats de l'enquête sur les forces de travail, a également contribué au repli structurel du temps de travail individuel moyen.

Sur cette évolution tendancielle se greffent des mouvements cycliques intimement liés à la situation conjoncturelle. En effet, les entreprises utilisent de nombreux instruments de flexibilité afin d'ajuster au mieux le volume de travail en fonction de leurs besoins sans devoir pour autant embaucher ou licencier du personnel. Le recours aux heures supplémentaires ou la mise au chômage temporaire sont parmi les moyens privilégiés permettant de moduler la durée effective du travail afin de réagir à moindre coût aux fluctuations de l'activité. Alors qu'en 2000, année de forte croissance sur le plan conjoncturel, ces facteurs avaient quelque peu compensé la réduction

tendancielle de la durée du travail, ils ont depuis renforcé le mouvement à la baisse. À titre d'exemple, le nombre de jours d'absence pour chômage temporaire ayant donné lieu à une indemnisation de la part de l'ONEM, qui avait atteint un sommet à la fin de l'année 2001, a continué de croître au cours de l'année sous revue, mais à un rythme de moins en moins rapide. Par ailleurs, la promotion ou non du travail à temps partiel peut également jouer un rôle modulateur. Après le palier marqué en 2001, le taux de travail à temps partiel serait reparti à la hausse en 2002. Il est en effet vraisemblable que, confrontés au ralentissement prolongé de l'activité économique et

GRAPHIQUE 41 VALEUR AJOUTÉE, TRAVAIL INTÉRIMAIRE ET CHÔMAGE TEMPORAIRE

(données trimestrielles, pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources : ICN, ONEM, Federgon.

(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.



à des perspectives de reprise incertaines, bon nombre d'employeurs aient favorisé ce type de régimes de travail. Les emplois à temps partiel concerneraient désormais 20,6 p.c. des travailleurs salariés, contre 20,4 p.c. en 2001.

L'emploi de travailleurs sous contrat temporaire permet d'adapter aisément le niveau des ressources humaines en fonction de la vigueur de la demande. Dans les grandes entreprises ayant remis un bilan social, les contrats à durée déterminée et les contrats d'intérim représentaient respectivement 5,9 et 2,8 p.c. de l'effectif occupé exprimé en équivalents temps plein au cours de l'exercice 2001. Dans un contexte de ralentissement de l'activité économique, le personnel occupé à durée déterminée avait alors enregistré une baisse de 12 p.c. par rapport à l'année 2000, tandis que le nombre de travailleurs intérimaires reculait de 8 p.c.

L'activité du secteur de l'intérim est de fait étroitement liée aux évolutions conjoncturelles. Après la baisse de 6,6 p.c. enregistrée en moyenne en 2001, le nombre d'heures prestées par les travailleurs intérimaires s'est encore réduit de près de 3 p.c. au cours des onze premiers mois de 2002. L'observation du profil trimestriel de l'évolution du volume de travail dans l'intérim montre toutefois qu'un

retournement s'est dessiné dès le début de 2002. Il s'agit là d'une conséquence directe de la reprise progressive de l'activité. Dans ces circonstances, on remarque en effet que le recrutement de personnel temporaire, qu'il s'agisse de contrats à durée déterminée ou de contrats d'intérim, précède l'embauche de salariés permanents.

Dans le contexte de morosité persistante prévalant sur le marché de l'emploi, le taux d'activité, qui correspond à la proportion des personnes en âge de travailler effectivement au travail ou à la recherche active d'un emploi, se serait légèrement replié, à 63,5 p.c. L'offre de main-d'œuvre, constituée par la population active, a cependant continué de croître en 2002, mais à un rythme un peu plus faible que la population âgée de 15 à 64 ans. D'autre part, le solde des travailleurs frontaliers sortants et entrants s'est stabilisé, de sorte que l'emploi national, qui comptabilise la population occupée résidant en Belgique, a évolué similairement à l'emploi intérieur au cours de l'année sous revue. La diminution de la demande de travail, conjuguée à l'apport net de main-d'œuvre, a entraîné en 2002 une augmentation du nombre de chômeurs, à concurrence de 32.000 personnes en moyenne. Parallèlement, le taux de chômage harmonisé a représenté 7,3 p.c. de la population active au cours de l'année sous revue, contre 6,7 p.c. en moyenne en 2001.

TABLEAU 16 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(moyennes annuelles, variations en milliers d'unités par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	1998	1999	2000	2001	2002 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	3	6	6	22	29
Population active	41	18	43	56	26
<i>p.m.</i> Taux d'activité harmonisé ⁽²⁾	63,2	64,6	65,2	63,6	63,5
Emploi national ⁽³⁾	70	52	76	58	-6
<i>p.m.</i> Taux d'emploi administratif ⁽⁴⁾	59,9	60,6	61,7	62,2	61,9
<i>p.m.</i> Taux d'emploi harmonisé ⁽⁵⁾	57,4	59,3	60,5	59,9	59,6
Chômage ⁽⁶⁾	-29	-33	-33	-2	32
<i>p.m.</i> Taux de chômage harmonisé ⁽⁷⁾	9,3	8,6	6,9	6,7	7,3
Postes vacants	12	8	9	-7	-5

Sources : CE, FOREM, ICN, INS, MET, ONEM, ORBEM, VDAB, BNB.

(1) Personnes âgées de 15 à 64 ans.

(2) Population active en pourcentage de la population en âge de travailler, données d'enquêtes harmonisées.

(3) Emploi intérieur augmenté du solde des travailleurs frontaliers sortants et entrants.

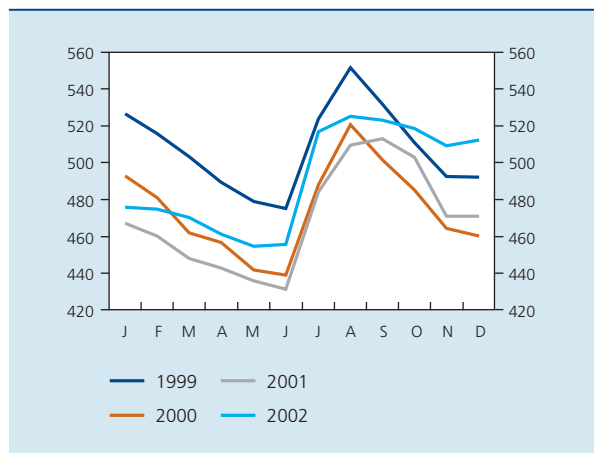
(4) Emploi national en pourcentage de la population en âge de travailler.

(5) Données harmonisées issues de l'enquête sur les forces de travail. Le recul observé entre 2000 et 2001 s'explique principalement par la décision des instances européennes de retirer de la population occupée les personnes en interruption de carrière pour une durée supérieure à trois mois.

(6) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés à l'exclusion des chômeurs âgés, ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement. De manière à éviter une rupture de série, il n'a pas été tenu compte des modifications apportées, à partir de respectivement novembre 2001 et janvier 2002, par le FOREM et l'ORBEM à la comptabilisation des demandeurs d'emploi, en vue de s'aligner sur celle suivie par le VDAB.

(7) Chômage en pourcentage de la population active, données d'enquêtes harmonisées.

GRAPHIQUE 42 DEMANDEURS D'EMPLOI INOCCUPÉS
(milliers de personnes)



Source : ONEM.

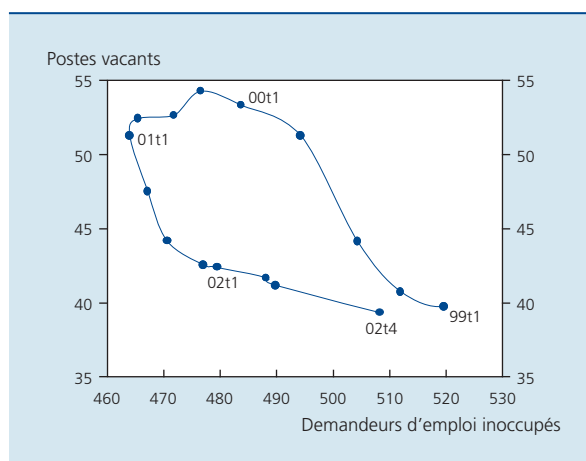
À l'instar de nombreuses variables économiques, le chômage est influencé par certains phénomènes saisonniers. Les mois d'été par exemple sont caractérisés par l'afflux des jeunes diplômés et des enseignants en fin de contrat, lesquels sollicitent leur inscription comme demandeur d'emploi auprès des services publics de placement. En conséquence, il est difficile d'interpréter l'évolution du chômage sur la base des variations enregistrées d'un mois à l'autre. En revanche, il ressort de l'observation des profils annuels que la baisse du nombre de sans-emplois, à un an d'intervalle, amorcée en juin 1996, s'est interrompue dès le mois de septembre de l'année 2001, pour faire place à une hausse continue jusqu'en décembre 2002. À la fin de ce mois, on enregistrait quelque 512.000 demandeurs d'emploi inoccupés, soit un accroissement de plus de 42.000 personnes par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

La relation entre le nombre de demandeurs d'emploi et de postes vacants peut être représentée graphiquement par la courbe de Beveridge. La trajectoire qu'elle a décrite entre 1999 et 2002 illustre l'évolution symétrique des deux grandeurs et témoigne aussi des délais de réaction divers qui les caractérisent. Le ralentissement conjoncturel survenu durant cette période a affecté en premier lieu le nombre de postes vacants, les entreprises cessant d'embaucher. Dans un second temps, le gel des recrutements, qui s'accompagne le cas échéant de licenciements, a conduit à une réduction des postes de travail qui, combinée à l'afflux continu de main-d'œuvre nouvelle, a entraîné une hausse du nombre des demandeurs d'emploi. On remarque enfin que, après une diminution sensible au cours de 2001, le nombre d'emplois vacants a encore

décliné quelque peu tout au long de l'année sous revue, reflétant l'incertitude des employeurs potentiels quant à la vigueur et à la durabilité de la reprise de la croissance économique.

Si l'essoufflement de l'économie s'est fait globalement sentir sur le marché du travail en Belgique, les évolutions ont néanmoins été assez contrastées sur le plan régional, la remontée du chômage ayant été plus modérée en Wallonie qu'en Flandre et à Bruxelles. Ces développements divergents trouvent leur explication dans la nature distincte du chômage qui affecte les trois régions du pays. L'économie flamande, qui compte relativement plus d'emplois dans l'industrie manufacturière et les services marchands, est de fait plus sensible aux variations de la conjoncture que le reste du pays. On retrouve cette disparité dans la volatilité du nombre de demandeurs d'emploi. L'amplitude des mouvements cycliques du chômage est plus faible en Région wallonne et, bien que dans une moindre mesure, à Bruxelles, qu'en Flandre. Ces variations conjoncturelles, dont l'écart-type s'échelonne en moyenne de 3 p.c. en Wallonie à 7 p.c. en Flandre entre 1984 et 2000, ne doivent toutefois pas dissimuler les tendances observées sur une plus longue période. À ce niveau, la performance du marché flamand du travail se distingue nettement des résultats enregistrés dans les deux autres régions. Au cours de la période analysée, la composante tendancielle du nombre de demandeurs d'emploi wallons et bruxellois a en effet augmenté, tandis qu'elle a été sensiblement réduite en Flandre. Dans le même temps, selon les résultats de l'enquête sur les forces de travail, la population active s'est accrue de 6,5 p.c. à Bruxelles, de

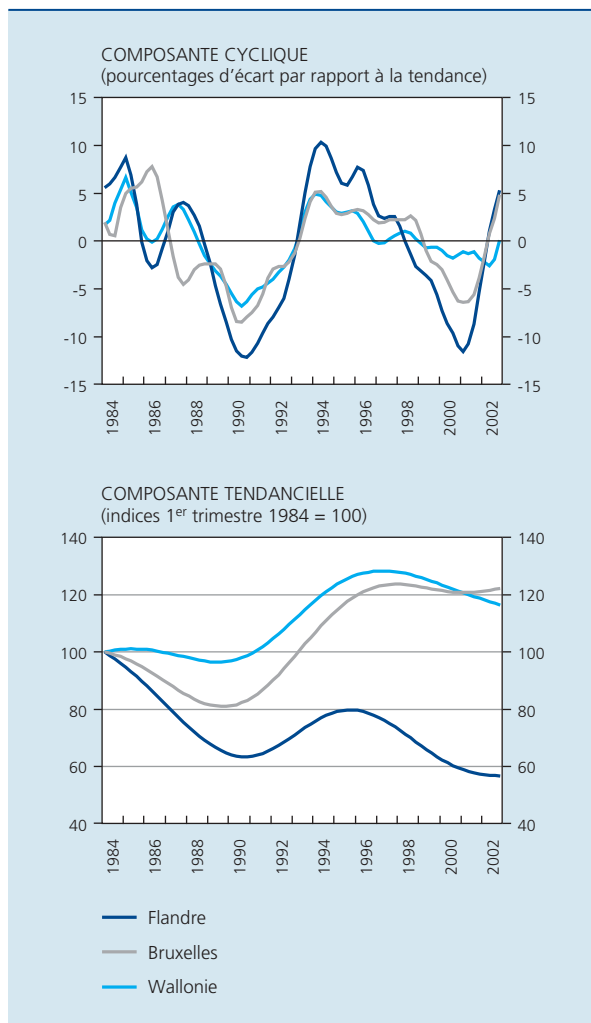
GRAPHIQUE 43 COURBE DE BEVERIDGE
(moyennes trimestrielles, milliers d'unités, données corrigées des variations saisonnières)



Sources : FOREM, ONEM, ORBEM, VDAB.



GRAPHIQUE 44 COMPOSANTES CYCLIQUE ET TENDANCIELLE DU CHÔMAGE⁽¹⁾



Source : ONEM.

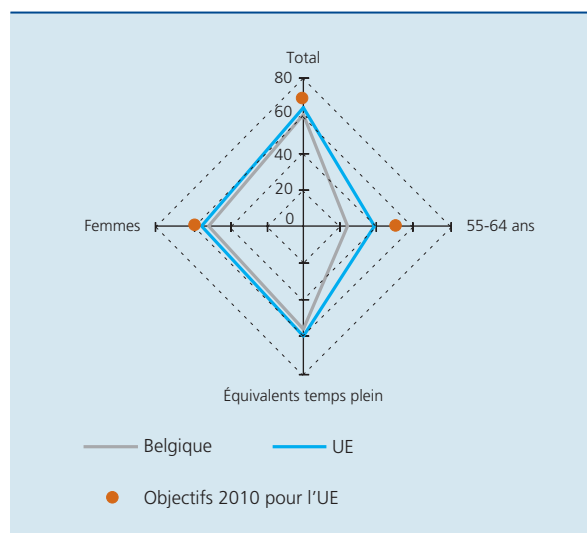
(1) La décomposition des séries est obtenue à l'aide de la méthode de filtrage dite de Hodrick-Prescott, corrigée pour éviter notamment le biais de fin de période qui lui est inhérent.

9,3 p.c. en Wallonie et de 14,9 p.c. en Flandre. Ainsi, en 2001, les sans-emplois représentaient 3,8 p.c. de la population active flamande, alors que les régions wallonne et bruxelloise enregistraient des taux de chômage harmonisés de 10,6 et 11 p.c. respectivement. À ce constat, il importe toutefois, pour compléter l'analyse, d'ajouter qu'en termes absolus, mais aussi au regard de la population en âge de travailler dans chaque région, la part de la Flandre dans le nombre de bénéficiaires de régimes de retrait anticipé (prépension à temps plein et chômeurs âgés) ou provisoire (interruption complète de carrière) est supérieure à celle de la Wallonie et de Bruxelles.

La hausse conjoncturelle du nombre de chômeurs rappelle la nécessité de poursuivre les réformes visant à élargir l'offre de travail sur une base structurelle. Les politiques de retrait de la population active menées dans le passé ont non seulement démontré leur incapacité à faire diminuer durablement le chômage, mais elles hypothèquent aussi le potentiel de croissance de l'économie en privant les entreprises d'une partie de la réserve de main-d'œuvre, alors que des pénuries affectent nombre de professions. Même si de telles mesures restent en vigueur et rencontrent un succès important auprès des employeurs comme des salariés, la politique du marché du travail a été réorientée, au cours des dernières années, vers une augmentation du taux d'emploi, dans la ligne des objectifs définis par les chefs d'État et de gouvernement européens réunis en Conseil à Lisbonne en 2000 et à Stockholm en 2001. Il s'agissait de faire de l'économie européenne « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale » et d'atteindre, en moyenne, à l'échelle de l'UE, des taux d'emploi de 70 p.c. pour l'ensemble de la population en âge de travailler, de 60 p.c. pour les femmes et de 50 p.c. pour les travailleurs âgés de 55 à 64 ans à l'horizon 2010. En Belgique, les taux d'emploi, qui représentent un nombre de travailleurs rapporté à la population d'âge correspondante, sont pour chacune des catégories visées encore loin des objectifs, tout comme de la moyenne observée à l'échelle des pays membres. Toutefois, les indicateurs retenus omettent de prendre en

GRAPHIQUE 45 TAUX D'EMPLOI EN 2001

(pourcentages de la population correspondante en âge de travailler)



Source : CE.

compte l'importance relative du travail à temps partiel. En Belgique, justement, les personnes occupées dans ce type de régime sont relativement moins nombreuses et travaillent relativement plus qu'en moyenne dans l'UE. En conséquence, convertis en équivalents temps plein, les taux d'emploi globaux enregistrés en 2001 étaient plus proches, soit 55,7 p.c. en Belgique et 58,5 p.c. dans l'UE, que lorsqu'ils recouvrent le nombre de personnes, soit respectivement 59,9 p.c. et 63,9 p.c. selon les données harmonisées des enquêtes sur les forces de travail publiées par la CE.

Pour la Belgique, l'objectif de relèvement du taux d'emploi des travailleurs âgés est un défi particulièrement important. Dans l'absolu, car cette catégorie enregistre traditionnellement le taux d'emploi le plus faible, 24,1 p.c. en 2001, mais également en termes relatifs, car c'est dans cette classe d'âge que le retard sur l'ensemble de l'UE est le plus grand, l'écart s'élevant en 2001 à 14,4 points de pourcentage. Une série de mesures visant à maintenir, voire à réinsérer les travailleurs âgés sur le marché de l'emploi avaient déjà été introduites en 2001. De nouvelles dispositions sont entrées en vigueur dans le courant de l'année sous revue. Parmi celles-ci, la plus significative concerne le régime spécial dispensant les chômeurs âgés de 50 ans et plus de rester disponible sur le marché du travail. Cette formule a rencontré un succès grandissant au cours des dernières années, conduisant du même coup ses bénéficiaires potentiels au retrait quasiment systématique de la population active. Depuis le 1^{er} juillet 2002, l'âge minimum requis pour prétendre au statut de « chômeur complet indemnisé non demandeur d'emploi » a été relevé à 56 ans, dans l'attente d'être progressivement porté à 58 ans en 2004. Par ailleurs, pour tenter de maintenir au travail un plus grand nombre d'entre eux, les travailleurs de 45 ans et plus comptant au moins une année d'ancienneté de service ont droit, depuis le 15 septembre 2002, en cas de licenciement, à une procédure de reclassement professionnel dont le coût est à charge des employeurs. Enfin, à dater du 1^{er} avril de l'année sous revue, ces derniers bénéficient d'une réduction spécifique de cotisations pour l'occupation de travailleurs âgés d'au moins 58 ans.

Le sort des jeunes travailleurs mérite également une attention particulière dans la mesure où leur accès au marché du travail a été rendu plus difficile en raison de la faible croissance de l'économie. Le taux de chômage chez les demandeurs d'emploi âgés de moins de 25 ans est ainsi passé de 17,5 p.c. en 2001 à 18,2 p.c. en 2002. Dans ce contexte, le nombre de jeunes engagés dans le cadre d'une convention de « premier emploi » a sensiblement diminué. On n'en dénombrait plus que 31.188 à la fin du mois d'octobre 2002, contre 37.425 un an auparavant.

Sur le modèle de la convention de premier emploi, qui vise à procurer une première expérience professionnelle en tant que salarié, un programme s'adresse depuis le 1^{er} juillet 2002 aux jeunes qui souhaitent s'installer à leur compte. Le système, destiné aux sans-emplois de moins de 30 ans n'ayant jamais été indépendants, accorde principalement l'octroi d'un prêt de lancement à un taux préférentiel, un défraiement mensuel pour ceux qui ne bénéficient pas d'un revenu de remplacement, ainsi qu'un accompagnement professionnel.

Une politique d'élargissement de l'offre de main-d'œuvre telle qu'elle est progressivement mise en place aurait toutefois peu de sens si elle ne s'accompagnait pas d'une amélioration des profils des demandeurs d'emploi, mais aussi de la qualité des emplois proposés. En effet, l'importance du chômage structurel et la persistance d'un nombre élevé de postes vacants suggèrent que le marché belge du travail est toujours caractérisé par une distorsion notable entre les compétences offertes et recherchées. L'inadéquation se caractérise par la disparité plus ou moins grande des taux de chômage observés sur différents segments du marché du travail. Tel est le cas sur le plan géographique, comme en témoignent les statistiques du chômage au niveau régional. Une diversité similaire est présente sur le plan de la qualification. En 2001, le taux de chômage des diplômés de l'enseignement supérieur n'était que de 3,5 p.c., contre 10 p.c. chez les personnes diplômées au mieux de l'enseignement secondaire inférieur.

À l'image de l'inadéquation spatiale, qui peut être réduite en stimulant la mobilité des travailleurs, voire des employeurs, diverses mesures peuvent remédier au problème de distorsion des qualifications. Certaines consistent à rehausser le niveau de formation de la population en général et des demandeurs d'emploi en particulier. S'inscrivant dans une politique à plus long terme, les nouvelles initiatives en la matière ont été relativement limitées en 2002. Le système des chèques-formation, destinés à soutenir prioritairement les efforts des PME en faveur de leurs travailleurs et déjà en usage en Région wallonne, a été introduit en Flandre. Par ailleurs, des systèmes de validation des compétences acquises en dehors du parcours scolaire sont en cours d'élaboration par les communautés flamande et française, en vue de permettre, par l'octroi de certificats aux candidats à l'embauche, une meilleure valorisation de l'expérience acquise auprès des employeurs.

L'éducation permanente des travailleurs ne relève pas de la seule responsabilité des pouvoirs publics. De fait, les partenaires sociaux se sont accordés en 1998 sur la fixation d'un objectif chiffré : exprimé en pourcentage des coûts salariaux, le budget consacré par les employeurs à



la formation de leurs salariés était appelé à passer, en six ans, du niveau de 1,2 p.c. observé dans les bilans sociaux agrégés relatifs à l'exercice 1996 à la moyenne enregistrée dans les trois principaux pays voisins, soit 1,9 p.c. selon les informations disponibles à l'époque. Cet objectif a été réitéré dans les accords interprofessionnels conclus en décembre 2000 et 2002, alors même que, selon l'enquête européenne sur la formation professionnelle en entreprise « Continuing vocational training », les trois pays voisins auraient déjà investi, en moyenne, en 1999, 2,3 p.c. de la masse salariale dans la formation. La proportion était de 1,6 p.c. dans les entreprises belges interrogées dans le cadre de cette enquête. Des statistiques issues des bilans sociaux, il ressort pourtant un effort de formation plus faible. Cette différence découle à la fois de la prise en compte d'une population d'entreprises plus large – celles comptant moins de dix travailleurs, qui investissent peu dans la formation, sont en effet exclues du champ de l'enquête européenne – et d'un taux de non-réponse relativement important dans les bilans sociaux. Ces derniers présentent néanmoins l'avantage de permettre le suivi de l'effort financier de formation sur une base annuelle. Ainsi, cet indicateur est passé de 1,2 p.c. de la masse salariale en 1996 à 1,4 p.c. en 2000. Toutefois, selon les résultats pour l'exercice 2001 observés sur la base d'une population réduite d'entreprises, l'ensemble des indicateurs relatifs à la formation se seraient inscrits en recul entre les exercices 2000 et 2001, ce qui pourrait traduire la dépendance de la politique de formation des entreprises au climat conjoncturel.

Enfin, différentes mesures ont été prises dans le passé pour faciliter l'adéquation entre l'offre et la demande de main-d'œuvre peu qualifiée. Il s'agissait, tout en préservant leur pouvoir d'achat, d'abaisser le coût salarial de cette catégorie de travailleurs à un niveau compatible avec leur productivité. La stimulation de la demande de main-d'œuvre, elle aussi indispensable à l'augmentation du taux d'emploi, figure en effet au cœur des politiques du marché du travail depuis de nombreuses années déjà. Au point que la multiplication des programmes, notamment de réduction des cotisations de sécurité sociale, a sans doute fini par nuire à leur efficacité. À cet égard, un projet de rationalisation des aides à l'embauche devrait entrer en vigueur à partir de 2004. Il prévoit de substituer à la vingtaine de plans existants un système global plus simple et d'un coût budgétaire équivalent. Le principe consiste en des réductions structurelles des cotisations patronales pour chaque travailleur, couplées à des diminutions spécifiques s'adressant à certains groupes cibles, tels les jeunes, les âgés, les inactifs de longue durée, ou les entrepreneurs qui démarrent leur activité et les employeurs qui consentent à réduire le temps de travail de leurs salariés.

4.2 Coûts salariaux

La révision des séries de l'emploi, principalement, et de la masse salariale, dans une moindre mesure, dans les comptes nationaux a considérablement modifié l'évaluation qui avait été faite jusque là de l'évolution des coûts salariaux par personne en Belgique. Ainsi, de 1997 à 2001, période couverte par les trois premiers accords interprofessionnels conclus dans le cadre de la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité entrée en vigueur en 1996, la hausse cumulée des coûts salariaux par travailleur dans le secteur privé aurait été de 12,8 p.c., alors que la progression estimée sur la base des anciennes données s'élevait à 16,4 p.c.

Selon les estimations de la Banque, en 2002, les coûts salariaux par personne occupée dans le secteur privé ont augmenté de 3,7 p.c., soit une accélération de près de 1 point de pourcentage par rapport à la hausse enregistrée en 2001. Compte tenu de la réduction concomitante du volume d'heures prestées décrite dans la section précédente, la progression des coûts salariaux horaires au cours de l'année sous revue, soit 4 p.c., a été plus prononcée encore que celle des coûts salariaux par personne.

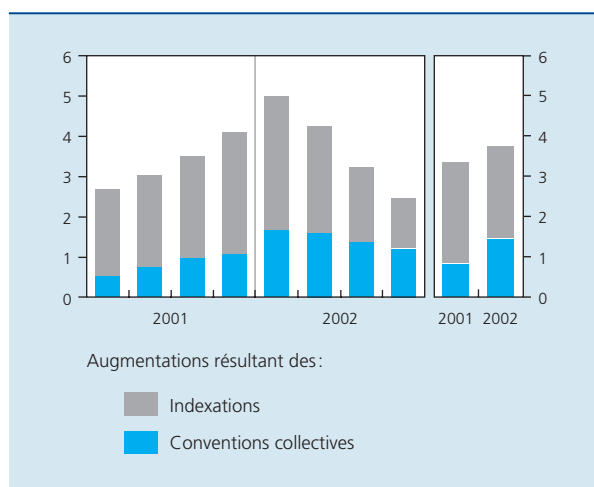
À partir de l'évolution des salaires conventionnels, il est possible de distinguer les contributions respectives à la croissance des coûts salariaux par heure prestée de l'indexation automatique, d'une part, des adaptations conventionnelles réelles négociées au sein des commissions paritaires sectorielles, d'autre part.

Si la liaison des salaires aux prix à la consommation est automatique, elle n'est pas instantanée. Non seulement les mécanismes d'indexation se fondent sur une évolution lissée et retardée de l'indice-santé, mais ils varient aussi de secteur à secteur, l'adaptation des salaires s'effectuant pour les uns, selon une périodicité fixe, pour les autres, une fois certains seuils franchis par l'indice de référence. Eu égard à la relative inertie sous-jacente de ces mécanismes, le ralentissement sensible de l'inflation observé dans le courant de l'année 2002 ne s'est pas reflété à due concurrence dans l'évolution de la contribution de l'indexation à la hausse moyenne des salaires horaires : évaluée à 2,3 p.c. pour l'ensemble de l'année sous revue, cette contribution est en effet restée proche de celle observée en 2001.

Parallèlement, les salaires du secteur privé ont été revalorisés en vertu des conventions collectives sectorielles conclues, pour la plupart au cours du premier semestre de 2001, sur la base de la norme salariale acceptée par les partenaires sociaux dans le cadre de l'accord interprofessionnel de décembre 2000. Les augmentations

GRAPHIQUE 46 INDICE DES SALAIRES CONVENTIONNELS⁽¹⁾

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



Sources : MET, BNB.

(1) Ouvriers et employés du secteur privé.

accordées à la suite de l'exécution de ces conventions collectives sont étalées sur l'ensemble de la période couverte par l'accord interprofessionnel, mais, en raison principalement du calendrier des négociations, les hausses sont habituellement plus importantes au cours de la seconde année de l'accord et, plus spécifiquement encore, au premier semestre de cette seconde année. En 2002, l'augmentation conventionnelle réelle des coûts salariaux horaires s'est ainsi élevée à 1,5 p.c., contre 0,8 p.c. seulement en 2001.

Les salaires conventionnels nominaux ont progressé de 3,8 p.c. pendant l'année sous revue, après avoir augmenté de 3,3 p.c. en 2001. À côté de cette évolution déterminée sur une base sectorielle, il convient en outre de prendre en compte les augmentations accordées au niveau des entreprises, en vertu d'accords collectifs ou de négociations individuelles, de même que l'impact haussier du traditionnel glissement des salaires, qui découle des changements dans la structure de l'emploi. L'ampleur de celui-ci a été atténuée ces dernières années du fait des différentes mesures visant à faciliter la création de postes de travail faiblement rémunérés, l'importance relative de cette dernière catégorie d'emplois s'étant accrue. Par ailleurs, les primes versées par les employeurs à des organismes autres que la sécurité sociale – comme, par exemple, celles destinées à alimenter une assurance groupe ou hospitalisation en faveur de leurs salariés – ou directement aux travailleurs, ont également un effet sur l'évolution des coûts salariaux. Contrairement aux autres déterminants pour lesquels des

indicateurs fiables existent, l'influence individuelle de ces divers facteurs est difficile à estimer, car ils dépendent d'une multiplicité d'éléments de nature institutionnelle, conjoncturelle ou structurelle. En 2002, ils ont contribué à la hausse des coûts salariaux à concurrence d'environ 0,4 point de pourcentage, alors qu'au cours des deux années précédentes, ils avaient exercé une influence légèrement modératrice.

Enfin, l'incidence du programme de réduction structurelle des cotisations sociales à charge des employeurs, décidé par le gouvernement en 1999 pour atténuer le handicap compétitif encouru par les entreprises belges du fait du poids relativement plus élevé de la parafiscalité sur le travail, a encore été perceptible en 2002, principalement en raison de la poursuite de l'harmonisation des statuts des ouvriers et des employés en matière de réduction structurelle des cotisations sociales. Au total, la contribution des différentes mesures de réduction des cotisations sociales à charge des employeurs sur l'évolution des salaires par heure prestée est estimée à 0,2 point de pourcentage au cours de l'année sous revue.

Compte tenu de la hausse de 3,1 p.c. observée en 2001, les coûts salariaux par heure prestée ont augmenté de 7,2 p.c. au total au cours des années 2001 et 2002, soit la période couverte par l'accord interprofessionnel de décembre 2000. La progression a dès lors été supérieure à la norme salariale fixée dans cet accord, qui autorisait une croissance de 6,4 p.c., tout en permettant aux secteurs dont les performances avaient été particulièrement positives au cours des deux années précédentes de consentir une hausse supplémentaire, pourvu que, pour sa plus grande part, cette dernière ne soit pas récurrente et que l'augmentation globale ne dépasse pas 7 p.c. sur l'ensemble de la période. Le dépassement de la norme s'explique, pour l'essentiel, par une indexation des salaires plus importante que celle anticipée lors de la détermination des augmentations conventionnelles réelles. En effet, à partir d'une norme nominale donnée, les hausses réelles négociées ex ante par les partenaires sociaux au sein des commissions paritaires dépendent de l'ampleur des indexations prévues, donc de l'inflation attendue au moment de la conclusion de l'accord. Une hausse des prix plus vive au cours de la période d'application de la convention sectorielle peut dès lors impliquer un dépassement de la norme nominale; inversement, une inflation mieux contenue peut contribuer à une modération salariale plus importante que ce que ne prévoyait la norme prédéfinie.



La productivité du travail, mesurée par le rapport entre la valeur ajoutée réelle et le volume d'heures ouvrées dans le secteur privé, a augmenté de 1,1 p.c. au cours de l'année sous revue, après un recul de 0,8 p.c. en 2001. Le volume de travail ne s'est en effet ajusté que graduellement aux changements du rythme de croissance de l'activité. Face à une demande stagnante, voire en déclin, les entreprises ne peuvent ou ne veulent pas ajuster immédiatement leurs effectifs, préférant utiliser les marges de flexibilité dont elles disposent, ce qui pèse sur la croissance de la productivité du facteur travail. En conséquence, les coûts salariaux par unité produite ont crû à un rythme soutenu pour la deuxième année consécutive, progressant de 2,8 p.c. en 2002, après avoir augmenté de 3,8 p.c. l'année précédente, alors que, dans une conjoncture bien plus favorable il est vrai, ils n'avaient augmenté que de 0,4 p.c. en moyenne par an sur la période correspondant aux deux cycles de négociation précédents.

En 2002, pour la deuxième année consécutive, la progression des coûts salariaux par unité produite a été plus vive que celle du déflateur de la valeur ajoutée, dont l'évolution mesure les variations de la valeur des unités produites, à la différence de l'indice des prix à la consommation qui évalue la croissance des prix de vente finaux sur le

marché intérieur. Dès lors, la part des revenus du travail dans la valeur ajoutée – dont le complément représente l'excédent brut d'exploitation – a crû de 0,7 p.c., après une hausse de 2,1 p.c. en 2001. Ces augmentations font suite à une baisse quasiment continue de 1997 à 2000, de sorte que cette part est revenue, en 2002, à un niveau relativement proche de celui observé en 1996. Globalement, au terme de ces six années, la croissance des coûts salariaux par heure prestée a donc été en phase avec l'évolution cumulée de la productivité horaire et du déflateur de la valeur ajoutée. Il en est d'ailleurs de même si l'on substitue à la productivité horaire observée la productivité horaire tendancielle – dont la croissance est estimée à 1,5 p.c. par an –, ce qui permet de faire abstraction de la position de l'économie dans le cycle conjoncturel.

La stabilisation du partage des fruits de la croissance entre les facteurs travail et capital constitue une des lignes directrices avancées par le Secrétariat du Conseil central de l'économie (CCE), dans le rapport technique de novembre 2002 sur les marges maximales disponibles pour l'évolution du coût salarial, en vue d'encadrer la formation des salaires en Belgique en 2003 et 2004. Le Secrétariat y plaide pour que la croissance de ceux-ci s'inscrive dans une fourchette de 5,1 à 6 p.c., dont le plancher repose sur

TABLEAU 17 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Coûts salariaux par personne occupée	2,7	1,0	3,7	2,0	2,8	3,7
<i>Changement de la durée moyenne de travail</i> ⁽¹⁾	0,3	-0,2	-0,8	0,0	-0,2	-0,2
Coûts salariaux par heure prestée	2,4	1,3	4,5	1,9	3,1	4,0
Augmentations résultant des ⁽²⁾ :						
Indexations	1,5	1,2	1,1	1,5	2,5	2,3
Conventions collectives	0,2	0,7	0,5	1,3	0,8	1,5
Cotisations sociales à charge des employeurs versées aux administrations publiques	0,1	0,3	-0,5	-0,6	-0,2	-0,2
Autres facteurs ⁽³⁾	0,5	-0,9	3,3	-0,2	-0,1	0,4
<i>Productivité par heure prestée</i> ⁽⁴⁾	3,0	0,7	3,0	1,9	-0,8	1,1
Coûts salariaux par unité produite	-0,6	0,6	1,4	0,0	3,8	2,8
<i>Déflateur de la valeur ajoutée</i>	0,9	1,7	1,3	1,2	1,7	2,1
Part du revenu du travail dans la valeur ajoutée ⁽⁵⁾	-1,6	-1,1	0,1	-1,1	2,1	0,7

Sources: ICN, INS, MET, ONEM, BNB.

(1) La transposition du nombre de personnes en volume de travail en heures prestées est réalisée en deux temps. Le passage des personnes aux équivalents temps plein repose sur la part du travail à temps partiel et le volume de travail relatif d'un travailleur à temps partiel, tandis que le passage de l'emploi en équivalents temps plein au volume d'heures prestées intègre l'évolution d'indicateurs, tels que la durée conventionnelle moyenne d'un travailleur à temps plein et l'importance du chômage temporaire.

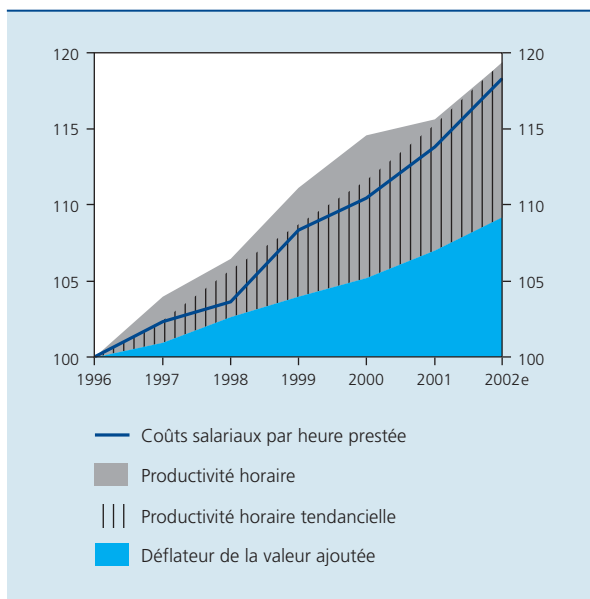
(2) Contributions à l'augmentation des coûts salariaux.

(3) Augmentations accordées par les entreprises au-delà des conventions collectives interprofessionnelles et sectorielles, cotisations payées au secteur privé par les employeurs, glissement des salaires résultant de changements dans la structure de l'emploi – entre autres à cause des programmes de création d'emplois – et erreurs et omissions.

(4) Rapport entre la valeur ajoutée à prix constants du secteur privé et le volume de travail, exprimé en heures, presté par les travailleurs salariés et par les indépendants.

(5) Rapport entre, d'une part, les coûts salariaux et les revenus du travail imputés aux indépendants, d'autre part, la valeur ajoutée aux prix du marché.

GRAPHIQUE 47 COÛTS SALARIAUX, DÉFLATEUR ET PRODUCTIVITÉ DANS LE SECTEUR PRIVÉ
(indices 1996 = 100)



Sources : ICN, INS, MET, ONEM, BNB.

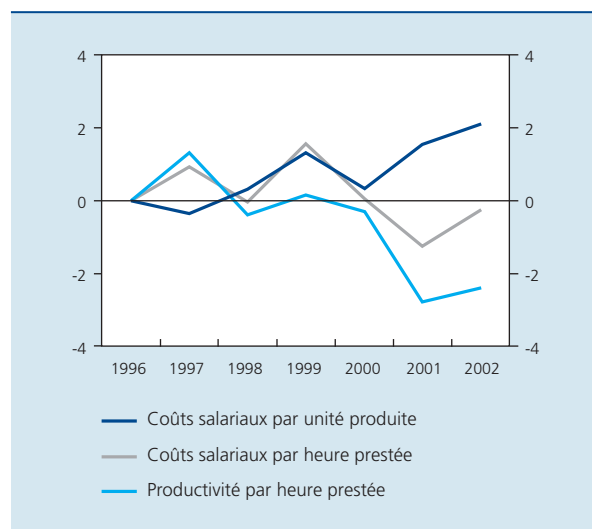
le principe que les hausses des coûts salariaux négociées doivent être compatibles avec un maintien de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Une telle recommandation appelle quelques réflexions. D'abord, implicitement, elle postule que la part de la valeur ajoutée dévolue à la rémunération du travail telle qu'elle prévaut aujourd'hui est optimale. Ensuite, la répartition de la valeur ajoutée entre facteurs de production dépend de la position de l'économie dans le cycle conjoncturel, ainsi qu'en attestent les fluctuations de la part des revenus du travail dans la valeur ajoutée du secteur privé durant les six dernières années et la relative lenteur avec laquelle celle-ci a retrouvé son niveau de départ.

De même, toutes autres choses restant égales, l'évolution des coûts salariaux ne peut s'écarter durablement de celle observée chez les partenaires commerciaux, sous peine de porter atteinte à la compétitivité des entreprises belges et, partant, à l'emploi en Belgique. C'est d'ailleurs à cette préoccupation que tente de répondre la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, qui a instauré comme norme externe pour l'évolution des salaires horaires nominaux dans le secteur privé en Belgique la croissance moyenne de ces salaires dans les trois pays voisins, soit l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Dans le rapport technique susmentionné, c'est cette norme que le Secrétariat du CCE proposait de retenir comme plafond

de la fourchette pour les augmentations salariales dans les entreprises en 2003-2004. Compte tenu notamment des incertitudes conjoncturelles, le calcul usuel de la norme incluait toutefois une correction à la baisse de 0,6 point de pourcentage au titre de marge de sécurité.

Une telle approche n'a de sens que si elle se réfère à des données comparables pour chacun des pays considérés. De fait, la loi impose le recours à une source commune, l'OCDE, pour le calcul des coûts salariaux par personne. Cette institution ne disposant pas de statistiques de volume de travail pour les quatre pays considérés, le CCE a été amené à construire sa propre méthode d'estimation de durée du travail par personne occupée – sur la base des données des enquêtes harmonisées sur les forces de travail publiées par la CE –, qui diffère de celle mise au point par la Banque pour ses propres estimations nationales. Les statistiques de coûts, comme de manière générale l'ensemble des données macroéconomiques, font l'objet de révisions, que ce soit en raison de modifications méthodologiques ou parce que les estimations les plus récentes sont basées sur des indicateurs partiels qui peuvent être contredits au fur et à mesure que d'autres informations plus complètes deviennent disponibles. Ainsi, les statistiques publiées par l'OCDE en décembre 2002 incorporent de profondes révisions des données sur lesquelles repose l'établissement de la norme salariale, tant pour la Belgique que pour les pays voisins. La position relative en termes d'évolution des coûts salariaux horaires dans le secteur

GRAPHIQUE 48 COÛTS SALARIAUX ET PRODUCTIVITÉ DANS LE SECTEUR PRIVÉ EN BELGIQUE ET DANS LES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS
(différences entre les indices relatifs à la Belgique et à la moyenne des principaux pays voisins, 1996 = 100)



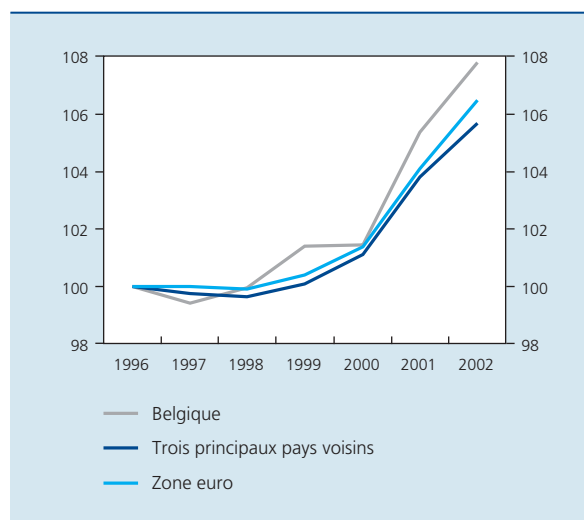
Sources : OCDE, CCE.

privé qui en ressort est de ce fait sensiblement différente de celle qui prévalait jusque là. Il est désormais établi que, de 1996 à 2002, ces coûts ont progressé de 16,3 p.c. en Belgique, soit une évolution comparable à celle observée en moyenne dans les trois pays voisins, qui s'est élevée à 16,5 p.c.

En dépit de cette croissance légèrement moins rapide des coûts salariaux par heure prestée, la position concurrentielle de la Belgique vis-à-vis de ses trois principaux partenaires commerciaux, mesurée par l'évolution relative des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé, s'est dégradée au cours des dernières années. La hausse des coûts salariaux unitaires de 1996 à 2002 s'est en effet élevée à 7,8 p.c. en Belgique, contre 6,5 p.c. en moyenne dans la zone euro et 5,7 p.c. dans les trois pays voisins, la productivité horaire du travail y ayant progressé respectivement de 1,8 et 2,4 points de pourcentage de plus qu'en Belgique. C'est principalement entre 2000 et 2001 que la situation s'est dégradée. Comme chez les partenaires, l'augmentation des coûts salariaux par unité produite a été la conséquence du tassement conjoncturel des gains de productivité du travail. Cette décélération a cependant été plus marquée en Belgique, témoignant d'une moindre adaptation du volume de travail à l'évolution de l'activité économique. Dans le climat d'incertitude qui a prévalu en 2001 et 2002 et compte tenu des inadéquations particulièrement aiguës entre offre et demande de travail, les employeurs belges ont, sans doute plus que leurs homologues étrangers, hésité à licencier des travailleurs qu'ils avaient eu beaucoup de difficultés à embaucher.

Dans le cadre de la négociation de l'accord interprofessionnel de décembre 2002, les partenaires sociaux se sont accordés sur une hausse de 5,4 p.c. du coût salarial horaire dans le secteur privé pour les années 2003 et

GRAPHIQUE 49 COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE DANS LE SECTEUR PRIVÉ
(indices 1996 = 100)



Source : OCDE.

2004, qui se situe donc dans la fourchette recommandée par le Secrétariat du CCE. Contrairement aux précédents, le nouvel accord ne fixe pas de plafond pour les augmentations des deux années à venir : il s'agit plus spécifiquement d'une norme indicative, destinée à coordonner le processus de négociation au niveau sectoriel. Par ailleurs, compte tenu de l'incertitude qui pèse sur les perspectives de croissance pour 2003, les interlocuteurs sociaux nationaux ont expressément invité les négociateurs dans les commissions paritaires et les entreprises à reporter sur l'année 2004 l'essentiel des hausses conventionnelles réelles des salaires.

5. Prix

Au cours de l'année sous revue, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est établie en moyenne à 1,6 p.c., ce qui représente un repli sensible par rapport à 2001, année où elle avait atteint 2,4 p.c. Ce recul est imputable à un allègement

des pressions inflationnistes pour toutes les composantes de l'IPCH, à l'exception des services. Compte tenu de la persistance de l'inflation dans les services, la hausse de l'IPCH, à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques, a atteint 2,1 p.c.,

TABLEAU 18 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE
(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	Total	Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾			p.m. Indice-santé ⁽³⁾			
		Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾		Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2002 Janvier	2,6	-3,3	10,4	2,6	2,4	2,1	3,1	3,2
Février	2,5	-5,1	8,7	2,8	2,1	2,2	3,7	3,1
Mars	2,5	-3,5	7,9	2,7	1,8	2,1	3,7	3,0
Avril	1,7	-3,6	4,2	2,2	1,5	2,1	2,6	2,0
Mai	1,4	-6,3	2,2	2,2	1,4	1,9	2,8	1,7
Juin	0,8	-8,0	-0,5	2,2	1,7	1,6	2,9	1,2
Juillet	1,1	-5,4	1,8	2,0	1,3	1,6	2,5	1,4
Août	1,3	-3,9	0,4	2,0	1,1	1,4	2,8	1,3
Septembre	1,2	-4,1	2,6	1,8	0,8	1,3	2,5	1,3
Octobre	1,3	0,1	0,7	1,5	1,0	1,2	1,7	1,1
Novembre	1,1	-1,0	0,6	1,4	1,3	1,2	1,5	0,9
Décembre	1,3	1,1	0,5	1,5	1,5	1,0	1,8	1,2

Sources : CE, MAE.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

(2) IPCH, à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

(3) Indice des prix à la consommation national, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

soit un niveau identique à celui de 2001. Une telle comparaison des variations à un an d'écart masque toutefois le fait que la tendance sous-jacente de l'inflation a été elle aussi orientée à la baisse en 2002.

Composantes volatiles de l'IPCH

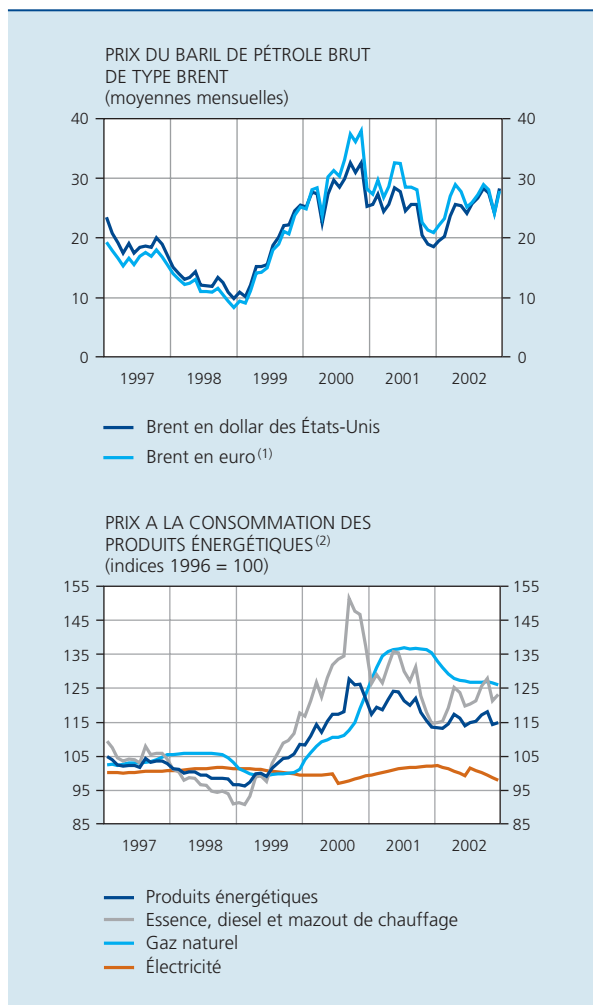
Les prix des produits alimentaires non transformés évoluent généralement de manière assez volatile. Ils sont en effet très sensibles aux conditions climatiques ainsi qu'à d'autres facteurs imprévisibles qui influencent temporairement l'offre, comme par exemple les maladies du cheptel. En 2001, ces facteurs avaient exercé d'importantes pressions inflationnistes. Ceux-ci ont encore entraîné des hausses de prix prononcées durant le premier trimestre de l'année sous revue. Toutefois, le rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires non transformés s'est ensuite ralenti sensiblement.

De la mi-2000 à la mi-2001, les prix de la viande avaient été fortement orientés à la hausse, en raison des maladies du bétail, notamment la fièvre aphteuse et l'encéphalite spongiforme bovine (ESB). Ils s'étaient toutefois plus ou moins stabilisés par la suite, de sorte que les fortes augmentations de prix de la viande enregistrées au début de l'année sous revue par rapport à la période correspondante de 2001 ont progressivement disparu. Le renchérissement des coûts de production, essentiellement suscité par de nouvelles mesures de prévention de l'ESB, a toutefois empêché les prix de la viande de revenir au niveau d'avant la crise, lorsque les effets temporaires de ces chocs d'offre se sont dissipés.

Compte tenu des mauvaises conditions météorologiques sévissant en Europe, les prix des légumes ont fortement augmenté en janvier 2002. Ces majorations ont toutefois été de nature temporaire: dès avril, les prix des légumes ont retrouvé un niveau plus normal et n'ont dès lors plus contribué significativement à l'inflation.

Après avoir expliqué dans une large mesure l'accélération de l'inflation en 2000, les produits énergétiques ont également contribué de façon notable au ralentissement de l'inflation durant l'année sous revue, leur prix moyen ayant diminué de 3,6 p.c. par rapport à 2001. Ce prix est largement tributaire de l'évolution des cotations du pétrole brut sur les marchés internationaux. Alors que de début 1999 à septembre 2000, le cours en dollar du pétrole brut de type brent avait triplé pour atteindre plus de 30 dollars le baril, il s'était inscrit en recul par la suite pendant un peu plus d'une année, pour ne représenter qu'une vingtaine de dollars au début de 2002. À partir du mois de mars, il s'est redressé pour se fixer en moyenne aux

GRAPHIQUE 50 TRANSMISSION DES FLUCTUATIONS DU PRIX DU PÉTROLE BRUT AUX PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES



Sources: CE, FMI, BNB.

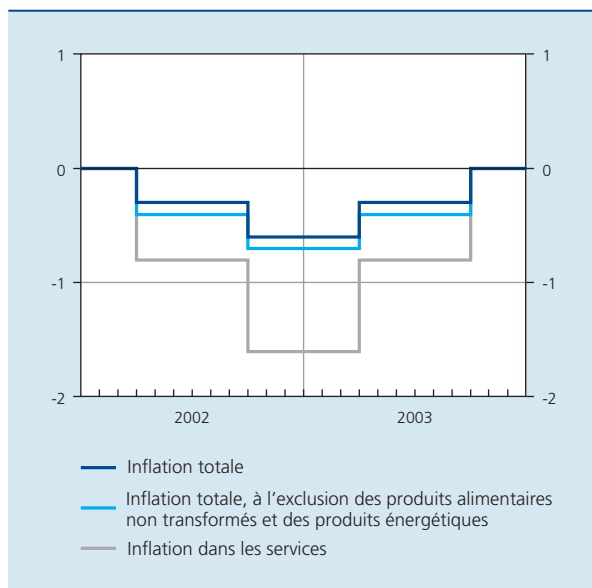
(1) Pour 1997 et 1998, le cours de change du dollar vis-à-vis de l'euro est calculé sur la base de celui du dollar vis-à-vis du franc, de manière à mieux cerner l'incidence des cotations du brent sur les prix des produits énergétiques belges.

(2) Mesurés sur la base de l'IPCH.

alentours de 25 dollars jusqu'en août, avant de s'élever davantage encore, suite à un regain de tensions géopolitiques internationales et à la crise politique au Venezuela, pour se rapprocher de nouveau des 30 dollars en fin de période. L'effet du renchérissement du pétrole au cours de 2002 a cependant été freiné par l'appréciation du cours de l'euro vis-à-vis du dollar. En conséquence, le prix du brent exprimé en euro a été inférieur à celui de l'année précédente pendant une grande partie de l'année, contribuant ainsi sur l'ensemble de l'année à la baisse du prix de l'énergie. Cette diminution a été accentuée par le repli des prix à la consommation du gaz: ceux-ci n'ont commencé à décroître qu'au début de 2002 puisque, à l'instar



GRAPHIQUE 51 EFFET SUR L'INFLATION DE LA SUPPRESSION DE LA REDEVANCE RADIOTÉLÉVISION EN FLANDRE ET À BRUXELLES
(points de pourcentage)



Sources : MAE, BNB.

du prix de l'électricité, ils suivent toujours l'évolution du cours du pétrole avec un certain décalage. Enfin, les prix de l'électricité et du gaz ont été influencés en 2002 par les baisses de tarifs décidées par le Comité de contrôle pour l'électricité et le gaz (CEEG).

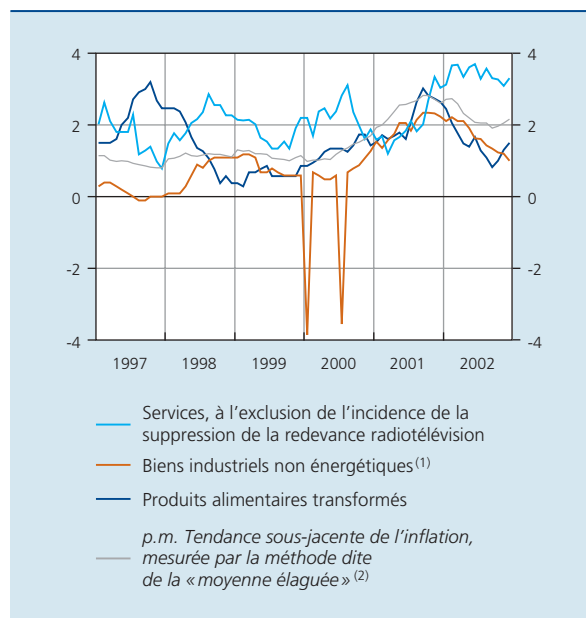
Tendance sous-jacente de l'inflation

L'évolution de l'IPCH à l'exclusion des composantes volatiles que sont les produits alimentaires non transformés et les produits énergétiques est une des mesures utilisées le plus souvent pour analyser la tendance sous-jacente de l'inflation. Au cours des années précédentes, la haute conjoncture et la dépréciation de l'euro, de même que les conséquences indirectes des renchérissements des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés, ont orienté cet indicateur à la hausse. L'incidence de ces facteurs a toutefois disparu durant l'année sous revue, et la tendance sous-jacente de l'inflation a dès lors reculé. Cette décélération a surtout été le fait des produits alimentaires transformés et des biens industriels non énergétiques. Une évolution similaire a caractérisé les prix des services, mais elle s'explique principalement par la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles, qui est enregistrée dans la composante des services tant au niveau de l'IPCH que de l'indice des prix à la consommation national ou de l'indice-santé qui en est dérivé.

Cette suppression a été imputée pour moitié en avril, tandis que l'autre moitié l'a été en octobre, c'est-à-dire les mois au cours desquels la redevance radiotélévision était en principe acquittée. L'IPCH a ainsi été influencé à la baisse de 0,3 point de pourcentage en avril, avant d'enregistrer un nouveau recul de la même ampleur en octobre. Au total, sur l'ensemble de l'année, la diminution de l'IPCH consécutive à ce facteur a atteint 0,3 point de pourcentage. Les effets sur l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques et sur la composante des services ont été bien entendu plus importants, puisque le poids de la redevance radiotélévision est plus élevé dans ces agrégats que dans l'IPCH total.

Le ralentissement de la tendance sous-jacente de l'inflation, de 2,8 p.c. en février 2002 à 1,5 p.c. en décembre, a toutefois été supérieur au simple effet de la suppression de la redevance radiotélévision, ainsi qu'en atteste la mesure de la tendance sous-jacente de l'inflation au moyen de la méthode dite de la « moyenne élaguée ». Cette méthode permet d'éliminer les variations de prix extrêmes sans égard pour une catégorie de produits en particulier, telles par exemple celles liées à la suppression de la redevance radiotélévision. Ainsi, la tendance

GRAPHIQUE 52 COMPOSANTES DE LA TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION
(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources : CE, MAE, BNB.

- (1) Les pourcentages de variation observés pour janvier et juillet 2000 ont été affectés par la prise en compte dans l'IPCH – avec effet rétroactif jusqu'en janvier 2000 – des prix des produits vendus au rabais pendant les périodes de soldes.
- (2) Mesurée par les composantes de l'indice des prix à la consommation national, selon le *JB-Monthly estimator*, analysé dans Aucremanne L. (2000), *The use of robust estimators as measures of core inflation*, National Bank of Belgium Working Papers – Research Series, n° 2 (March).

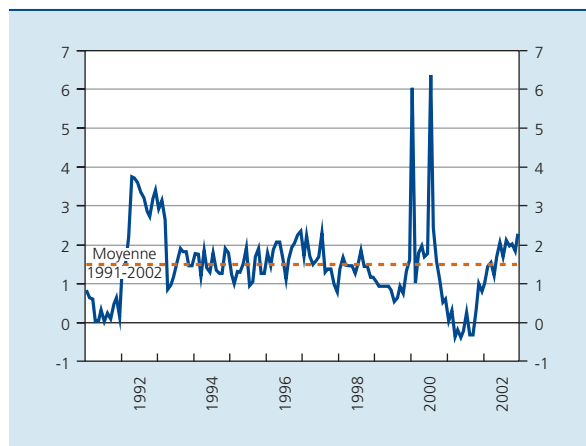
sous-jacente de l'inflation mesurée sur cette base est passée de 2,7 p.c. au début de l'année sous revue à 2,2 p.c. en décembre.

Après s'être vivement accéléré de la fin de 1999 jusqu'en septembre 2001, le rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires transformés s'est sensiblement ralenti par la suite, revenant d'un maximum de 3 à 1,5 p.c. en décembre 2002. Cette évolution s'explique par l'affaiblissement progressif des pressions inflationnistes exercées sur les produits laitiers par le renchérissement des coûts de production provoqué par l'ESB, d'une part, la recherche d'alternatives à la consommation de viande à la suite de la crise qui a frappé le secteur de la viande, d'autre part. Par ailleurs, l'augmentation du prix maximal des pains soumis à la réglementation des prix qui avait été autorisée en juillet 2001 n'a continué à exercer une pression à la hausse sur l'inflation que durant le premier semestre de 2002. En outre, il semble que le changement de politique de prix résultant du rachat en 2001 d'une grande enseigne par un groupe de distribution français ait accru la pression concurrentielle sur les autres enseignes de distribution.

De même que pour les produits alimentaires transformés, les prix des produits industriels non énergétiques avaient vu leur progression se renforcer pendant la plus grande partie de 2000 et 2001, pour s'infléchir ensuite à partir de décembre 2001. Leur hausse s'est ainsi établie à 1 p.c. en décembre 2002, alors qu'elle s'élevait encore un an plus tôt à 2,2 p.c. L'évolution des prix des produits industriels non énergétiques est généralement influencée dans une large mesure par des facteurs internationaux, tels que le cours du pétrole brut, les cours de change et les prix à l'importation des biens industriels. Le relèvement du prix du pétrole et la dépréciation de l'euro en 1999 et 2000 ont exercé avec un certain décalage un effet à la hausse, mais celui-ci s'est progressivement éteint au cours de l'année sous revue. Quant aux prix à l'importation, ils ont poursuivi leur décrue, entamée en 2001, eu égard à la faible conjoncture mondiale et à l'appréciation de l'euro. Étant donné le retard qui caractérise traditionnellement la transmission de leurs variations aux prix à la consommation, il est peu probable que cette évolution pendant l'année sous revue ait déjà été entièrement répercutée dans l'inflation.

Si l'on fait abstraction de la suppression de la redevance radiotélévision, l'inflation des services s'est par contre stabilisée en 2002 à un niveau élevé, aux alentours de 3,5 p.c. L'écart avec le rythme d'accroissement des prix des biens industriels non énergétiques a dès lors atteint 2 points de pourcentage environ. Examiné dans une perspective historique, cet écart présente un profil

GRAPHIQUE 53 ÉCART ENTRE L'INFLATION DES SERVICES ET L'INFLATION DES BIENS EN BELGIQUE⁽¹⁾⁽²⁾
(points de pourcentage)



Sources : CE, BNB.

- (1) Calculé par la différence entre la composante des services de l'IPCH, à l'exclusion de l'incidence de la suppression de la redevance radiotélévision, et la composante des biens industriels non énergétiques du même indice.
- (2) Les écarts observés pour janvier et juillet 2000 ont été affectés par la prise en compte dans l'IPCH – avec effet rétroactif jusqu'en janvier 2000 – des prix des produits vendus au rabais pendant les périodes de soldes.

relativement volatil. Cette volatilité a été accentuée dans le passé par les conséquences de la révision des taux de TVA en avril 1992, la prise en compte dans l'IPCH – avec effet rétroactif à janvier 2000 – des prix des produits vendus au rabais pendant les périodes de soldes et l'importante modification de tarifs pour les télécommunications en octobre 2000. Il apparaît néanmoins que la croissance des prix des services a généralement été supérieure à celle des prix des biens industriels non énergétiques, à concurrence d'en moyenne 1,5 point de pourcentage au cours de la période comprise entre 1991 et 2002. Une telle divergence n'est toutefois pas propre à la Belgique. Dans la zone euro, au cours de la même période, l'inflation des services a en moyenne dépassé celle des biens de 1,6 point.

Les différences dans l'évolution de la productivité, ainsi que dans les conditions de la demande et dans le degré de concurrence en vigueur sur les différents marchés, expliquent pourquoi l'inflation des services est structurellement supérieure à celle des biens. En règle générale, les services sont très intensifs en emplois en raison de leur nature immatérielle et sont supposés être plus à l'abri des pressions concurrentielles internationales. Ce sont les raisons pour lesquelles les gains de productivité sont plus faibles dans le secteur des services que dans celui des biens. Les hausses salariales nominales tendent toutefois à être comparables dans les deux secteurs, de sorte que le secteur des services se caractérise par un accroissement des coûts salariaux par unité produite plus élevé.



L'augmentation, en termes relatifs, de la demande et le degré de concurrence généralement plus faible dans ce secteur permettent pour leur part une répercussion plus aisée sur les prix à la consommation des pressions à la hausse exercées par les coûts salariaux.

Outre le fait que la demande de services est moins sensible aux fluctuations conjoncturelles, ce sont surtout les différences entre les structures des coûts des deux secteurs qui sont à l'origine de l'élargissement de l'écart entre l'inflation des services et celle des biens pendant l'année sous revue. D'une part, les services comportent relativement moins d'inputs importés, lesquels sont précisément à l'origine de la décélération de l'inflation en 2002. D'autre part, compte tenu de la sensibilité plus grande des services à l'évolution des coûts salariaux, la progression relativement rapide de ces derniers y a contribué à la persistance d'une inflation élevée, en dépit du ralentissement conjoncturel. L'augmentation prononcée des coûts salariaux par unité produite durant les deux dernières années est pour partie la conséquence de la hausse de l'inflation en 2000 et en 2001, dont l'effet ne s'est fait sentir dans les salaires qu'avec retard, compte tenu des mécanismes d'indexation. Une autre source d'inertie dans la formation des salaires est celle inhérente au mode de

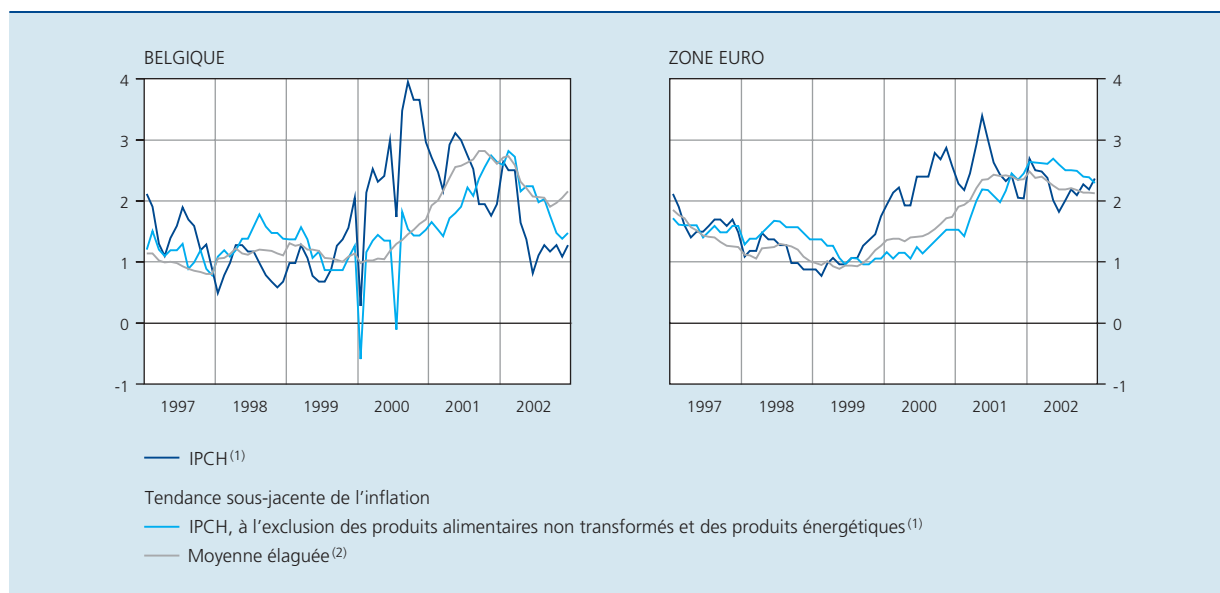
conclusion des accords salariaux en Belgique, à intervalle périodique tous les deux ans: de ce fait, l'évolution réelle des coûts salariaux pour les années 2001 et 2002 s'est décidée à un moment où la conjoncture semblait encore porteuse, alors que dans l'intervalle, celle-ci s'est singulièrement affaiblie. La pression qui en a résulté sur les prix des services a en outre été aggravée par la tendance traditionnelle des coûts salariaux par unité produite à s'alourdir dans une phase de ralentissement conjoncturel, vu que le nombre de personnes au travail n'est ajusté par les entreprises qu'avec un certain délai. Enfin, s'il est vrai que le passage à l'euro fiduciaire a été dans une faible mesure à l'origine de hausses de prix, celles-ci semblent s'être concentrées, pour l'essentiel, au second semestre de 2001 et au début de 2002, et n'avoir concerné qu'un nombre limité de services, comme l'Horeca.

Comparaison avec la zone euro

Si on l'examine dans une perspective plus dynamique, le profil de l'inflation totale en Belgique ressemble très fort au cours des dernières années à celui de la zone euro. La forte intégration de l'économie belge à celle de la zone euro, qui réduit le risque d'une évolution asymétrique, en

GRAPHIQUE 54 INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Sources: CE, MAE, BNB.

(1) En Belgique, les pourcentages de variation observés pour janvier et juillet 2000 ont été affectés par la prise en compte dans l'IPCH – avec effet rétroactif jusqu'en janvier 2000 – des prix des produits vendus au rabais pendant les périodes de soldes. Pour la zone euro, les pourcentages de variation observés ont également été influencés quelque peu en 2000 par la prise en compte de l'effet des soldes en Belgique, ainsi qu'en 2001, à la suite des adaptations similaires introduites en Italie et en Espagne.

(2) Mesurée par les composantes de l'indice des prix à la consommation national de la Belgique et par l'IPCH de la zone euro, selon le *JB-Monthly estimator*, analysé dans Aucremanne L. (2000), *The use of robust estimators as measures of core inflation*, National Bank of Belgium Working Papers – Research Series, n° 2 (March).

est la cause. Depuis l'entrée en vigueur de la monnaie unique, deux caractéristiques communes à l'inflation dans ces économies peuvent être relevées.

D'une part, des chocs d'offre, assez exceptionnels tant par leur ampleur que par leur succession, ont considérablement influencé de part et d'autre les prix des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés. Ceux-ci ont été à la base de la sensible accélération de l'inflation en 2000 et en 2001, ainsi que de l'accroissement de sa volatilité. C'est surtout la disparition progressive des conséquences directes de ces chocs qui a été à l'origine du ralentissement de l'inflation qui s'en est suivi en 2002.

D'autre part, la dépréciation de l'euro jusqu'en 2001 et les chocs d'inflation susmentionnés ont également eu des conséquences indirectes. La diffusion dans la tendance sous-jacente de l'inflation a toutefois été lente, bien qu'au départ, ces facteurs soient survenus en période de haute conjoncture. Le rythme d'accroissement de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques s'est ainsi progressivement élevé jusqu'au début de 2002, alors que le déclin conjoncturel s'était déjà amorcé depuis un certain temps. Cette mesure de la tendance sous-jacente de l'inflation s'est fortement ralentie par la suite en Belgique, tandis que dans la zone euro, son repli est demeuré limité. Cette différence n'est toutefois qu'apparente, puisqu'elle est en partie causée par la suppression de la redevance radiotélévision en Belgique et par des relèvements de prix d'origine fiscale, portant notamment sur les produits du tabac, dans le reste de la zone euro. Ainsi, lorsqu'elle est mesurée par la méthode de la « moyenne élaguée », la tendance sous-jacente de l'inflation a été plus comparable de part et d'autre. En ce qui concerne l'inflation des services, un haut degré de persistance a également été enregistré dans la zone euro.

Incidence de l'introduction de l'euro fiduciaire sur l'inflation

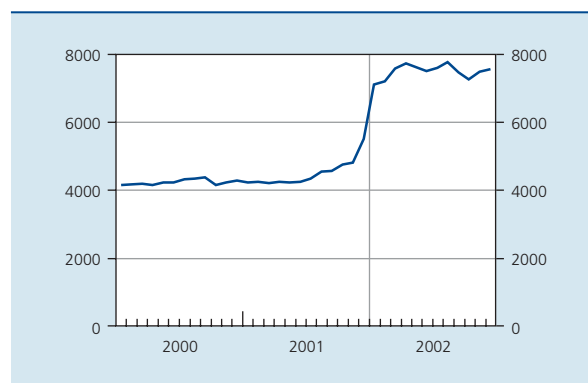
Plusieurs études ont été réalisées par la Banque en vue d'analyser l'incidence de l'introduction de l'euro fiduciaire sur l'inflation. Elles ont exploité les réponses des enquêtes « euro » que la Banque a menées en 2001 et au début de 2002, ainsi que le relevé détaillé des prix que le MAE réalise tous les mois afin d'établir l'indice des prix à la consommation national. Les résultats de ces études ont été publiés dans la Revue économique de la Banque, notamment des deuxième et quatrième trimestres de 2002.

Si des augmentations de prix liées à l'introduction de l'euro fiduciaire ont bien été relevées pour certains produits individuels, en particulier dans les services, ces études ont toutefois permis de mettre en évidence que l'effet de l'euro fiduciaire sur l'inflation en Belgique aurait été limité à 0,2 point de pourcentage. De plus, elles ont montré que l'adaptation des prix s'est effectuée en cours d'année à un rythme relativement rapide. Un indicateur utilisé pour jauger l'état d'avancement de ce processus d'adaptation est la proportion de prix attractifs, définis empiriquement comme les prix se terminant par « 0 », « 5 », « 9 » ou « 98 » cents. Il ressort du détail des données les plus récentes fournies par le MAE que cette proportion est passé de 35 p.c. en janvier à 66 p.c. en décembre, soit un niveau relativement proche de celui de 72 p.c. qui prévalait pour les prix en franc début 2001.

Par ailleurs, l'adaptation des prix est allée de pair avec une augmentation significative du nombre de prix distincts utilisés dans l'économie. En effet, mesuré sur la base d'un échantillon de quelque 100.000 relevés de prix effectués dans plus de 10.000 points de vente et répartis dans 65 zones géographiques, tous produits confondus, le nombre de prix distincts est passé d'un peu plus de 4.000 en 2000 et début 2001 à environ 7.500 en 2002.

Cette augmentation n'est pas étonnante, puisque, compte tenu du fait que le degré de précision des prix en euro va jusqu'au cent – alors que pour les prix en franc, il ne descendait que rarement sous la barre du franc –, il y a en effet plus de prix distincts possibles en euro qu'en

GRAPHIQUE 55 NOMBRE DE PRIX DISTINCTS⁽¹⁾
(prix en franc jusque 2001 et en euro en 2002)



Sources : MAE, BNB.

(1) Le nombre de prix distincts est calculé sur la base des quelque 100.000 prix relevés mensuellement par le MAE, sans tenir compte des produits auxquels ils correspondent. Les 394 produits repris couvrent environ 70 p.c. de l'indice des prix à la consommation national. Les produits non inclus correspondent à des produits suivis de manière centralisée, comme l'électricité, le gaz, les télécommunications, les journaux ou les assurances. Le MAE a supprimé de la base de données toutes les informations permettant d'identifier le producteur ou le point de vente.



franc pour une fourchette de valeur identique. Toutefois, ajoutée à la perte des référentiels habituels, cette multiplication de nouveaux repères n'a certainement pas facilité l'acclimatation des consommateurs aux prix en euro et a même probablement engendré une certaine confusion. Celle-ci pourrait expliquer en partie la divergence croissante observée depuis janvier 2002 entre l'inflation effective, mesurée par l'IPCH, et l'inflation ressentie, telle qu'elle ressort des enquêtes auprès des consommateurs. En effet, alors que l'inflation effective a diminué en 2002, l'inflation telle que perçue par les consommateurs est, quant à elle, demeurée orientée à la hausse.

Plusieurs éléments permettent de supposer que cette divergence correspond à une perception troublée de l'incidence de l'introduction de l'euro fiduciaire sur les prix.

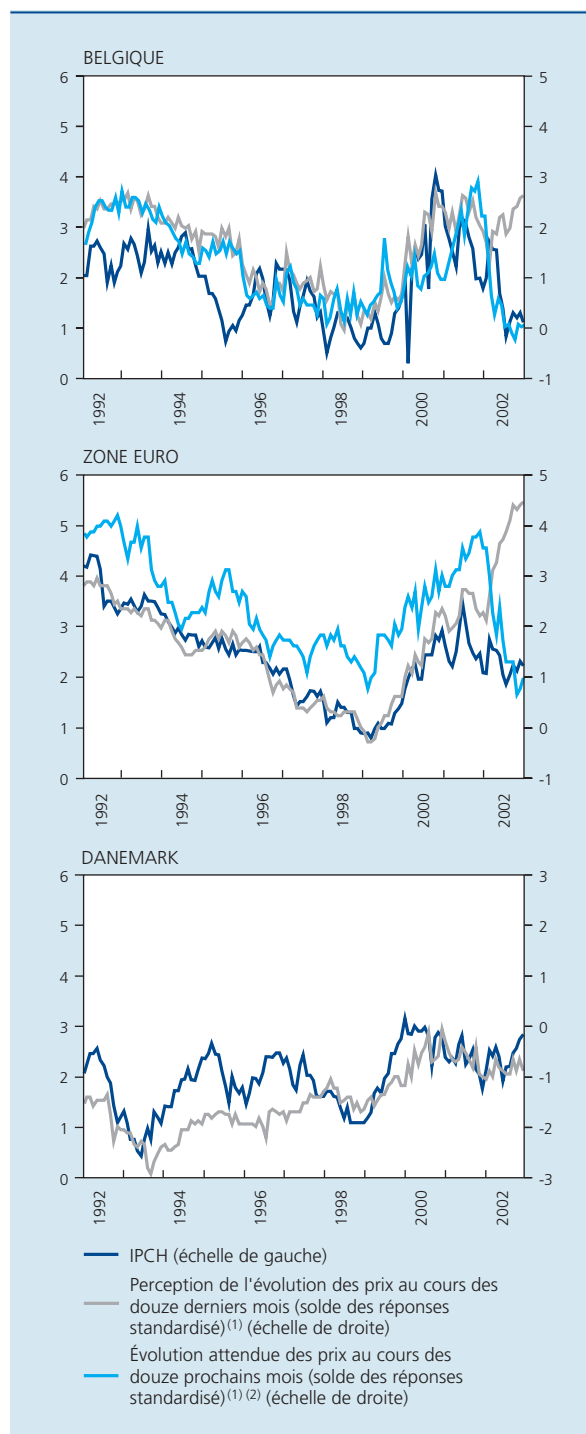
D'abord, la divergence n'est pas spécifique à la Belgique puisqu'elle s'est manifestée dans l'ensemble de la zone euro, alors qu'au contraire, elle n'a pas été observée au Danemark, un pays qui ne fait pas partie de la zone euro. Comme les déterminants des prix, en ce compris l'évolution du cours de change, y ont été similaires à ceux de la zone euro, l'introduction de l'euro fiduciaire semble être la seule explication plausible au trouble de perception de l'inflation par les consommateurs de la zone euro.

Ensuite, d'autres enquêtes indiquent directement que l'introduction de l'euro fiduciaire a été associée à un sentiment de hausses de prix. Selon l'enquête eurobaromètre du mois de mai 2002, 83,6 p.c. des personnes interrogées dans la zone euro avaient le sentiment que, suite au passage à l'euro, les prix avaient été généralement arrondis vers le haut, au moins dans certains secteurs. Les pays où les sentiments de hausses de prix liées à l'introduction de l'euro fiduciaire ont été plus importants seraient ceux où la progression de l'inflation perçue pendant l'année sous revue a été la plus prononcée. Dès lors, on pourrait en déduire que la divergence entre l'inflation effective et l'inflation perçue dans les pays de la zone euro est associée à l'introduction de l'euro fiduciaire. Il ressort cependant de cette comparaison européenne, que ce phénomène semble avoir été moins marqué en Belgique que dans les autres pays.

Néanmoins, il importe de souligner que la surévaluation de l'inflation effective par les consommateurs paraît être de nature temporaire, étant donné que les anticipations d'inflation des consommateurs ont été clairement orientées à la baisse pendant toute l'année sous revue. Les consommateurs ont donc, de toute façon, considéré l'incidence – perçue ou effective – de l'introduction de l'euro fiduciaire sur les prix comme un phénomène transitoire.

GRAPHIQUE 56 INFLATION MESURÉE ET INFLATION RESENTIE PAR LES CONSOMMATEURS

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

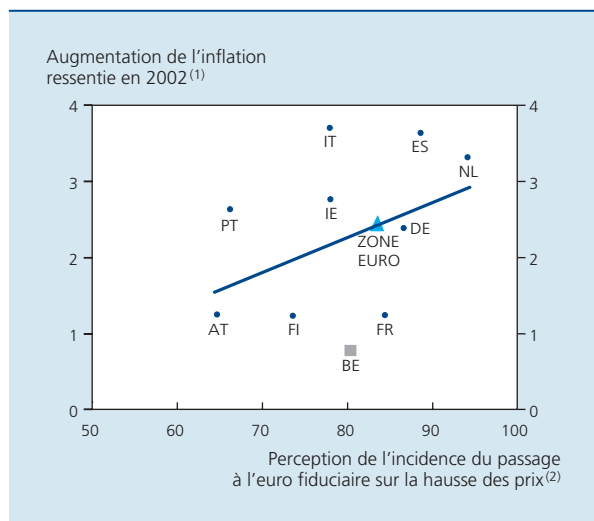


Source : CE.

(1) Enquête auprès des consommateurs, solde des réponses relatives à la perception des consommateurs quant à l'inflation des douze derniers mois ou des douze mois à venir. Afin d'éliminer dans la comparaison entre pays les différences de sensibilité des réponses des consommateurs, les séries brutes ont été divisées par le rapport entre l'écart-type des données de l'enquête et l'écart-type de l'inflation, lesdits écarts étant calculés sur la période allant de janvier 1992 à décembre 2001. Comme ces données sont relatives à des soldes de réponses, seule leur évolution a une signification.

(2) Les chiffres pour le Danemark ne sont pas présentés parce qu'ils ne sont pas comparables. Dans ce pays, cette question a en effet été modifiée en janvier 2002 dans le cadre de l'harmonisation des enquêtes auprès des consommateurs au niveau de l'UE.

GRAPHIQUE 57 INFLATION RESENTIE ET PERCEPTION DE HAUSSES DE PRIX À LA SUITE DU PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE



Source : CE.

- (1) Différences entre le solde des réponses relatives à la question sur l'inflation perçue de l'enquête auprès des consommateurs de novembre 2002 et celui de décembre 2001. Afin d'éliminer dans la comparaison entre pays les différences de sensibilité des réponses des consommateurs, les données brutes ont été transformées en utilisant la même méthode que celle utilisée au graphique 56.
- (2) Eurobaromètre mai 2002, pourcentages des répondants qui estiment que, lors de la conversion, les prix ont généralement été arrondis à la hausse, dans tous les secteurs ou dans certains secteurs seulement.

Un tel constat est évidemment important du point de vue de la politique monétaire.

Parmi les facteurs qui peuvent contribuer à expliquer la faible incidence de l'introduction de l'euro fiduciaire en Belgique, on peut épingler la concurrence dans le secteur de la distribution qui semble plus forte en Belgique que dans d'autres pays, et ce malgré la persistance de réglementations assez contraignantes en matière d'implantation des surfaces commerciales.

En effet, dans le secteur du commerce de détail alimentaire au sens large, la densité des supermarchés et des magasins de détail alimentaire toutes tailles confondues est plus importante en Belgique qu'ailleurs en Europe occidentale. En conséquence, les entreprises de ce secteur pourraient avoir moins de marge pour fixer leurs prix que dans d'autres pays. De plus, la concurrence entre entreprises peut aussi s'être exprimée en exploitant l'argument de la transparence et de la neutralité du passage à l'euro fiduciaire en matière de prix comme élément de marketing ayant pour but de conserver la confiance des consommateurs. Par ailleurs, il importe de rappeler que la plupart des fédérations d'entreprises, notamment dans le secteur de la distribution, avaient pris des engagements en ce qui concerne la neutralité de la conversion des prix.

Un autre facteur explicatif est que la Belgique est un petit pays qui bénéficie probablement plus de la transparence internationale des prix apportée par l'euro. En effet, une grande partie de la population est susceptible de faire ses achats hors des frontières nationales, simplement parce qu'elle habite à une distance réduite des frontières, ce qui implique une source de concurrence supplémentaire dans les zones frontalières.

Incidence des réformes structurelles sur les prix

Alors que la concurrence semble bien installée sur les marchés des biens, il est apparu nécessaire, durant les années nonante, de promouvoir au niveau européen la concurrence sur les marchés des services produits par les industries de réseaux, avec comme objectifs l'amélioration de l'efficacité économique et la réduction des prix au bénéfice des consommateurs. Depuis lors, des réformes structurelles sont en cours, à des rythmes différents, en particulier dans les secteurs des télécommunications, de l'électricité, et du gaz. Cependant, les effets directs des réformes des industries de réseaux sur les prix aux ménages se manifestent généralement avec un important décalage, lors de la dernière phase de la libéralisation, après avoir concerné les grandes entreprises d'abord et l'ensemble des entreprises ensuite.

Le marché des télécommunications est celui où la libéralisation est la plus avancée. En Belgique, conformément à la loi du 19 décembre 1997, il est totalement ouvert à la concurrence depuis janvier 1998. Cependant, ce n'est qu'à partir de 2001 qu'est apparu, dans les données de la CE, un effet significatif à la baisse sur les prix des communications nationales, et surtout sur le prix de certains types de communications internationales. L'apparition de nouveaux opérateurs et l'accroissement de leur part de

TABEAU 19 DENSITÉ DU COMMERCE DE DÉTAIL ALIMENTAIRE AU SENS LARGE EN 2001

	Belgique	Europe occidentale (1)
Nombre de supermarchés (2) pour 100.000 habitants	12,2	5,3
Nombre de supermarchés (2) par 100 km ²	3,9	0,6
Nombre de magasins par 100 km ² (toutes tailles confondues)	28,2	12,1

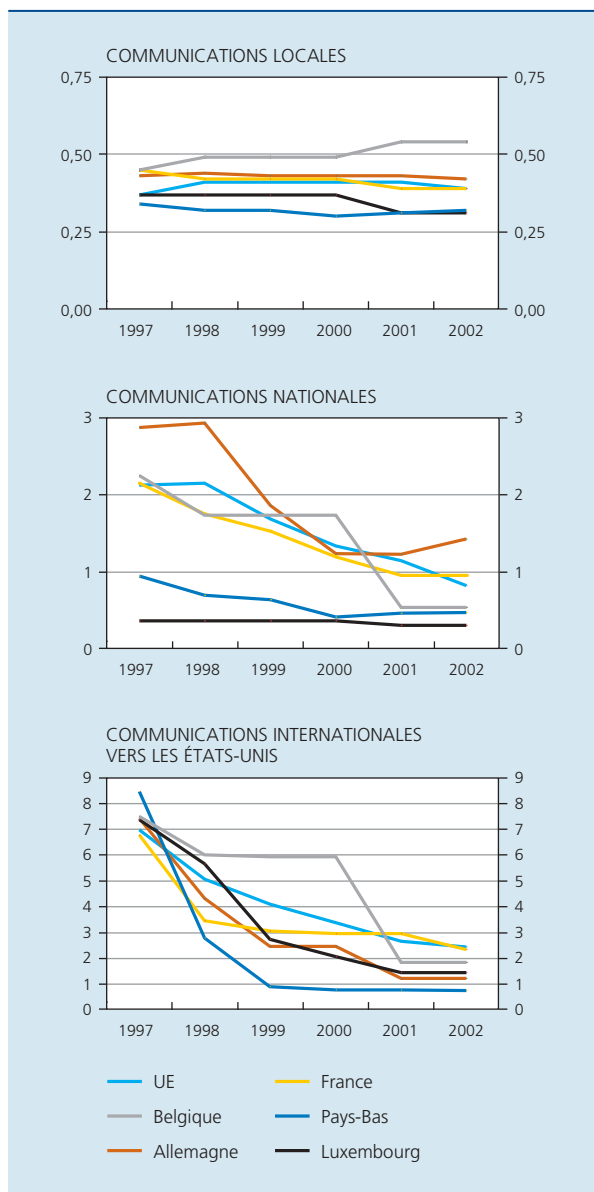
Sources : AcNielsen, BNB.

(1) Pays de l'UE, à l'exclusion du Luxembourg, Suisse et Norvège.

(2) Hypermarchés et supermarchés de plus de 1.000 m².



GRAPHIQUE 58 PRIX DES TÉLÉCOMMUNICATIONS⁽¹⁾
(euros)



Source : CE.
(1) Pour une communication de dix minutes.

marché sur certains segments ont contraint l'opérateur dominant à adapter sa politique tarifaire, comme cela a été le cas en octobre 2000, avec comme résultat des prix inférieurs à la moyenne européenne, et comparables à ceux des pays voisins. Il en va de même pour le marché de la téléphonie mobile, où une concurrence – certes oligopolistique – s'est durablement installée. Au cours de l'année sous revue, l'Institut belge des services postaux et des télécommunications (IBPT) a désigné non seulement l'opérateur historique mais également, et pour la première fois, le deuxième des trois opérateurs comme

opérateur puissant sur ce marché, statut auquel sont associées des contraintes contribuant au développement d'une concurrence effective. Par ailleurs, la portabilité des numéros de téléphones mobiles, c'est-à-dire la possibilité de changer d'opérateur sans changer de numéro d'appel, est garantie depuis octobre 2002, ce qui devrait contribuer à maintenir un certain dynamisme dans un secteur dont le marché ne peut probablement plus croître aussi vite que ces dernières années.

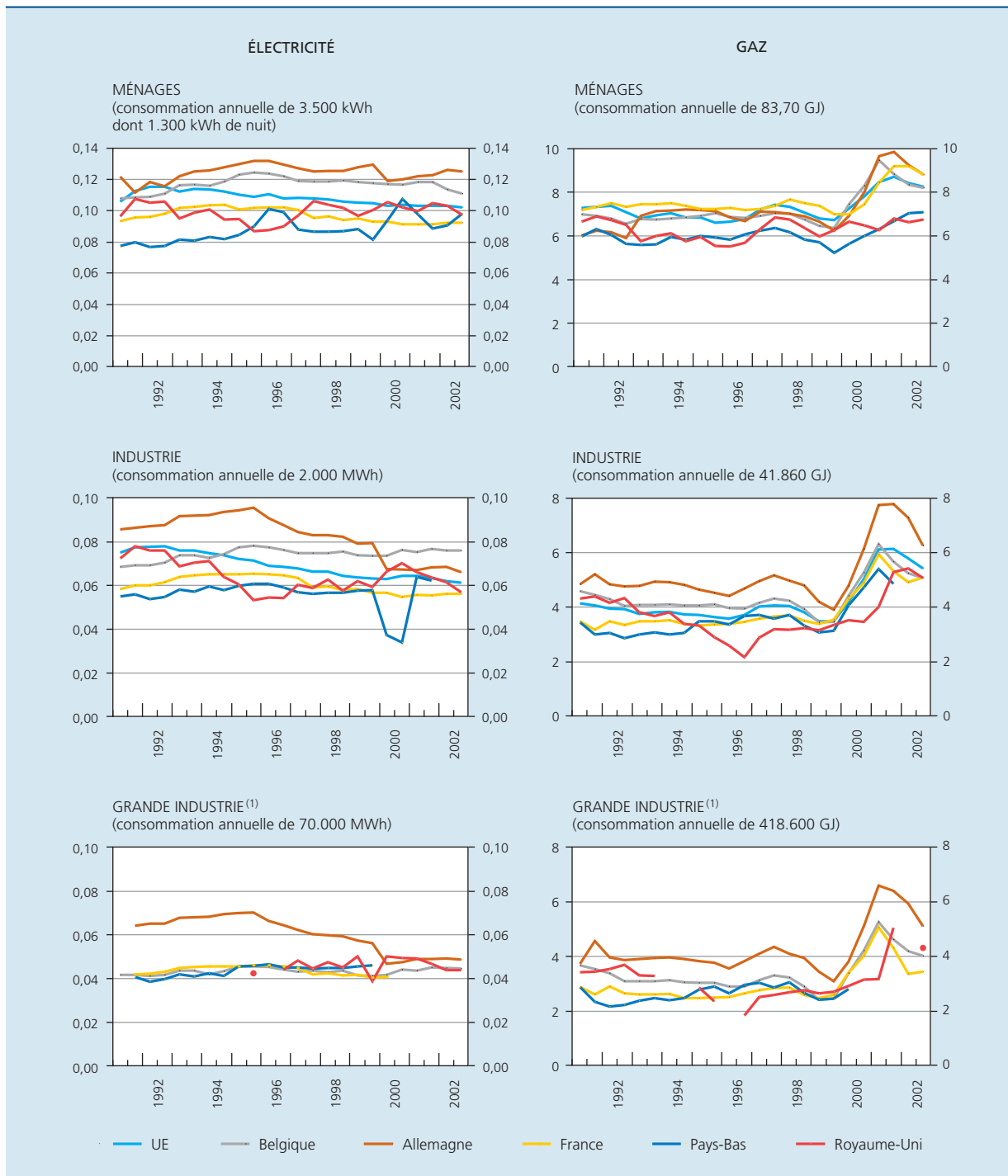
Par contre, en ce qui concerne les communications locales, le manque de concurrence sur la boucle locale, c'est-à-dire la dernière partie du réseau entre un central et la ligne du consommateur, maintient les tarifs à un niveau significativement supérieur à la moyenne européenne et aux prix pratiqués dans les pays voisins.

Dans les secteurs de l'électricité et du gaz, où la libéralisation a commencé en mai 1999 et janvier 2000 respectivement, celle-ci ne concerne encore qu'une partie du marché des entreprises, en particulier celles qui sont de grandes consommatrices de ces sources d'énergie. Néanmoins, le développement de la concurrence sur ces segments de marché est demeuré limité. Dès lors, l'évolution des prix de l'électricité et du gaz a reflété moins l'intensification de la concurrence que la variation des prix des matières premières énergétiques, en particulier le prix à l'importation du gaz naturel, et les décisions des autorités de contrôle. Pour les ménages et les autres clients dont le marché n'est pas encore libéralisé, les prix de l'électricité et du gaz sont en effet encore déterminés par le CCEG.

Bien que, en Belgique, les prix de l'électricité soient assez favorables pour les très gros utilisateurs industriels, ils sont relativement élevés par rapport à la moyenne européenne pour les ménages et la majorité des entreprises. Toutefois, les mesures prises sous l'impulsion du gouvernement fédéral par le CCEG, notamment en décembre 2001, ont permis de réduire quelque peu l'écart par rapport aux autres pays de l'UE. En effet, en l'absence de ces mesures, les prix de l'électricité auraient été orientés à la hausse. L'écart qui subsiste par rapport aux pays voisins reflète en principe la prise en compte par le CCEG du souhait des autorités de maintenir, pendant la période de transition vers un marché libéralisé, certaines spécificités, dites extra-tarifaires, de la formation des prix de l'électricité en Belgique, notamment le fait que les dividendes versés par les intercommunales de distribution constituent une source importante de financement des pouvoirs locaux. En effet, le handicap tarifaire belge par rapport aux pays voisins semble principalement se situer dans l'activité de distribution, comme c'est par ailleurs aussi le cas en Allemagne. À l'avenir, ce mode de financement

GRAPHIQUE 59 PRIX DE L'ÉLECTRICITÉ ET DU GAZ POUR DES CONSOMMATEURS-TYPES

(euros/écus par kWh ou GJ, hors taxes)



Source: CE.

(1) Pour certains pays, la CE ne dispose pas de données récentes, notamment en raison de la réticence de transmettre des statistiques des fournisseurs d'électricité devant faire face à une concurrence nouvelle.

des pouvoirs locaux devrait progressivement être intégré de manière plus transparente dans les tarifs selon des modalités à définir, comme le prévoit notamment la loi programme du 24 décembre 2002.

La hausse des prix du gaz à partir de 2000 et la baisse subséquente s'observent dans les différents pays, et reflètent principalement l'évolution du prix de ce produit à l'importation. Que ce soit sur le segment résidentiel



ou industriel, les prix en Belgique se situent à un niveau proche de la moyenne européenne. Des diminutions de tarifs ont également été décidées par le CCEG, mais celles-ci ont été plus modestes que pour l'électricité.

Au total, les mesures tarifaires prises par le CCEG ont contribué à réduire l'inflation totale à raison de 0,1 point de pourcentage en 2002.

6. Finances publiques

6.1 Recettes, dépenses et solde de financement

Conformément aux dispositions du pacte de stabilité et de croissance, les États membres de l'UE doivent présenter à moyen terme un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent. Les gouvernements sont tenus de montrer de quelle manière ils entendent répondre à cette exigence dans des programmes à moyen terme actualisés chaque année, dénommés programmes de stabilité pour les pays de la zone euro et programmes de convergence pour les pays qui n'ont pas encore adopté la monnaie unique.

Alors que dans sa mouture initiale, de décembre 1998, le programme de stabilité de la Belgique prévoyait le retour à une position proche de l'équilibre dès 2002, cet objectif a été atteint avec deux années d'avance, et même dépassé, puisqu'en 2000, le compte des pouvoirs publics affichait un léger excédent de 0,1 p.c. du PIB. Cette résorption plus rapide du déficit s'explique dans une large mesure par l'environnement macroéconomique plus favorable que prévu à la fin de la décennie précédente, ainsi que par l'engagement pris par les pouvoirs publics de mettre à profit une telle éventualité pour accélérer la réduction de leur endettement. Elle avait conduit par ailleurs les autorités à réviser progressivement à la hausse leurs objectifs

TABLEAU 20 NORMES RELATIVES AU BESOIN (–) OU À LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS BELGES (pourcentages du PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Programme de stabilité et mises à jour successives							
Décembre 1998	–1,3	–1,0	–0,7	–0,3	–	–	–
Décembre 1999	–1,1	–1,1	–0,5	0,0	0,2	–	–
Décembre 2000	–0,7	–0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7
Novembre 2001	–0,6	0,1	0,0	0,0	0,5	0,6	0,7
Novembre 2002	–0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,3	0,5
<i>p.m. Réalisations</i>	–0,5	0,1	0,4	0,0 e			
<i>Idem, hors le produit de la vente des licences UMTS</i> ⁽¹⁾			0,2 ⁽²⁾				

Sources : Ministère fédéral des Finances, ICN, BNB.

(1) La norme budgétaire fixée pour 2001 dans la mise à jour du programme de stabilité de décembre 2000 s'entendait compte non tenu du produit de la vente des licences UMTS.

(2) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (swaps). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs, cette correction n'est toutefois pas prise en compte, ce qui implique certaines années une différence par rapport aux données établies selon le SEC 95, notamment en 2001 où, sans cette correction, l'excédent budgétaire hors le produit de la vente de licences UMTS s'élevait à 0,3 p.c. du PIB.

dans les programmes de stabilité actualisés de décembre 1999 et 2000, pour viser en fin de compte un surplus budgétaire de 0,7 p.c. du PIB à l'horizon 2005.

Si, en 2001, l'objectif annoncé en décembre 2000 avait encore été atteint en dépit d'une conjoncture peu portuse, il était devenu évident que le ralentissement de la croissance continuerait de peser sur les budgets de 2002 et 2003. Les normes ont dès lors été assouplies dans les mises à jour du programme de stabilité de novembre 2001 et de novembre 2002, mais dans une mesure nettement moindre que ce qu'aurait permis leur adaptation mécanique à la détérioration de la conjoncture économique. Alors que la première de ces mises à jour maintenait inchangé l'objectif à moyen terme fixé pour 2005, celui-ci a été légèrement revu à la baisse à la fin de l'année sous revue, l'excédent visé à cet horizon étant ramené à 0,5 p.c. du PIB. L'objectif en novembre 2001 du maintien de l'équilibre budgétaire en 2002 a néanmoins été respecté.

À plus long terme, le programme de stabilité prévoit dans sa dernière mise à jour la poursuite du processus de consolidation et souscrit aux lignes de force recommandées par la section « Besoin de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances, dans son rapport annuel de juillet 2002. Étant donné le niveau élevé

de la dette publique et le poids que le vieillissement de la population fera peser sur le budget dès la prochaine décennie, cette section recommande une augmentation progressive de l'excédent budgétaire, jusqu'à 1,5 p.c. environ du PIB en 2010. Au cours des deux décennies suivantes, la marge budgétaire générée par la baisse ininterrompue des charges d'intérêts pourrait alors être renforcée par la suppression progressive de cet excédent, et les pouvoirs publics seraient ainsi mieux armés pour faire face dans une large mesure aux coûts croissants liés au vieillissement de la population.

Recettes de l'ensemble des pouvoirs publics

Après deux années de stabilité, les recettes fiscales et parafiscales exprimées en pourcentage du PIB ont légèrement diminué au cours de l'année sous revue, de 0,1 p.c. Leur déclin aurait été encore plus marqué si les retombées des importantes mesures visant à alléger les charges pesant sur les particuliers n'avaient pas été largement compensées par l'évolution relative des revenus du travail: ces derniers, dont le taux de prélèvement est nettement plus élevé que celui sur les autres revenus, ont en effet vu leur part dans le PIB augmenter au cours de l'année sous revue.

TABLEAU 21 RECETTES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	Variations			Niveaux	
	2000	2001	2002 e ⁽²⁾	2002 e	p.m. 2002 e ⁽²⁾
Recettes fiscales et parafiscales	0,0	0,0	-0,1	45,1	45,0
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	0,1	0,5	0,0	27,4	27,4
Impôts des personnes physiques ⁽³⁾	0,3	0,3	-0,1	12,7	12,7
Cotisations sociales ⁽⁴⁾	-0,2	0,2	0,1	14,7	14,7
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁵⁾	0,1	-0,1	-0,1	3,1	3,1
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁶⁾ . .	0,0	0,0	0,1	3,4	3,4
Impôts sur les biens et services	-0,1	-0,4	0,0	11,1	11,0
dont: TVA	0,1	-0,3	0,2	6,7	6,7
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁷⁾	-0,1	0,3	0,0	4,8	4,7
Recettes totales	-0,1	0,2	-0,1	49,9	49,7

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément au SEC 95, les recettes totales des pouvoirs publics n'incluent pas le produit des recettes fiscales que ceux-ci transfèrent à l'UE.

(2) Compte non tenu des effets de la reclassification en 2002 des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés vers celui des administrations publiques.

(3) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et le produit des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques.

(4) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

(5) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier.

(6) Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

(7) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et services produits.



Les allègements ont porté principalement sur la fiscalité des revenus du travail, qui a bénéficié de trois importantes diminutions d'impôts.

D'abord, la poursuite du démantèlement progressif de la contribution complémentaire de crise a entraîné une baisse additionnelle de recettes de 430 millions d'euros: une seconde réduction de un point de pourcentage a, en effet, été incorporée au barème du précompte professionnel le 1^{er} janvier 2002, de sorte que le taux de la contribution prélevée par cette voie n'a plus représenté en 2002 que 1 p.c. pour tous les revenus. Néanmoins, les contribuables dont les revenus imposables ont été inférieurs à 29.747 euros pour l'année sous revue ne seront, conformément aux dispositions légales, en fin de compte pas redevables de cette contribution et seront remboursés ultérieurement, lors de l'enrôlement de l'impôt.

Ensuite, la réforme de l'impôt des personnes physiques a commencé à sortir des effets significatifs, à hauteur de 250 millions d'euros environ, en raison de l'intégration dans le calcul du précompte professionnel, dès le 1^{er} janvier 2002, de deux de ses volets. D'une part, le taux de la première tranche de déduction forfaitaire des frais professionnels a été relevé de 20 à 25 p.c. D'autre part, les taux marginaux les plus élevés – 52,5 et 55 p.c. – ont été remplacés par un taux unique de 52 p.c., ou quelque 56,2 p.c. si on y ajoute les additionnels prélevés en moyenne par les pouvoirs locaux et la contribution complémentaire de crise. Par ailleurs, quelques mesures moins importantes en termes de déductibilité des frais de transport, déjà applicables aux revenus de 2001, ont été régularisées lors des enrôlements en 2002.

Enfin, la réduction forfaitaire unique de l'impôt des personnes physiques que la Flandre a accordée à ses habitants sur leurs revenus de l'année 2000 a été intégralement enrôlée en 2002, occasionnant une perte de recettes de quelque 220 millions d'euros.

Par ailleurs, les modalités de l'indexation des barèmes fiscaux ont contribué aussi à infléchir quelque peu la progressivité de l'impôt en 2002. Si le principe de l'indexation complète des barèmes fiscaux a été rétabli en 1999, son incorporation dans les barèmes du précompte professionnel a subi au fil du temps quelques aménagements: ainsi, en 2001, les barèmes n'ont pas été indexés tandis que, en 2002, ils ont été indexés à deux reprises, le 1^{er} avril et le 1^{er} octobre, afin d'y intégrer les adaptations prévues respectivement pour l'année précédente et l'année sous revue. La neutralité des barèmes du précompte professionnel à l'égard de l'inflation n'a pas pour autant été assurée: en effet, l'indexation des barèmes s'effectue sur la base de l'évolution des prix à la consommation de

l'année précédente, de sorte qu'en période de décélération de l'inflation, les contribuables bénéficient d'une surindexation des barèmes, comme en 2002, où ceux-ci ont été au total indexés de 2,5 p.c. environ alors que l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation national n'a atteint que 1,6 p.c.

Diverses dispositions ont également tempéré la progression des recettes parafiscales: en 2002, les réductions supplémentaires de cotisations sociales ont représenté quelque 200 millions d'euros. Il s'agit principalement de l'élargissement du programme de réduction structurelle des cotisations patronales en raison de l'alignement du régime applicable aux employés sur celui, plus favorable, des ouvriers. Les réductions accordées dans le cadre des conventions de « premier emploi », ainsi qu'aux entreprises qui opèrent des réductions collectives du temps de travail, ont également été amplifiées, quoique dans une bien moindre mesure.

Le niveau élevé de la pression fiscale et parafiscale sur les revenus du travail en Belgique est à l'origine des diverses mesures d'allègements déjà d'application ou programmées, parmi lesquelles, ainsi qu'on l'a vu plus haut, un volet vise à diminuer le taux marginal de prélèvement fiscal sur les revenus les plus élevés.

Exprimé en pourcentage du coût salarial, le taux marginal global sur les revenus les plus élevés était en effet, en 2000, parmi les pays de l'UE le plus lourd en Belgique, où il atteignait 74,5 p.c. alors qu'en moyenne, dans les autres pays européens, il s'élevait à 55,2 p.c. Cet écart provient d'abord du haut niveau du taux marginal de l'impôt des personnes physiques: exprimé en pourcentage de la base imposable, le taux de 55 p.c., majoré des additionnels prélevés par les pouvoirs locaux, estimés globalement à 7 p.c., et de la contribution complémentaire de crise de 3 p.c., se montait à 60,5 p.c., soit quelque 11 points de plus que la moyenne européenne. La position relative de la Belgique était encore plus défavorable en ce qui concerne les cotisations sociales, parce que, à la différence de la situation prévalant dans de nombreux pays, il n'y a pas de plafond de revenu au-dessus duquel le prélèvement devient nul. Les réformes en cours impliquent toutefois que, en 2003, le taux marginal de l'impôt des personnes physiques revienne à 53,5 p.c., en raison de la limitation du taux marginal à 50 p.c. et de la suppression de la contribution de 3 p.c. La majorité des programmes de réduction de cotisations patronales et personnelles n'ont en revanche pas d'incidence à ce niveau, puisqu'ils sont ciblés sur les salariés aux revenus les plus bas: seules les réductions structurelles s'appliquent à tous les salariés, quel que soit leur revenu mais comme il s'agit de montants forfaitaires, leur incidence sur le taux marginal est

TABEAU 22 TAUX MARGINAUX DE PRÉLÈVEMENT FISCAL ET PARAFISCAL POUR LES REVENUS SALARIAUX LES PLUS ÉLEVÉS ⁽¹⁾

	Taux marginal de prélèvement fiscal et parafiscal (pourcentages du salaire coût)	est fonction :			
		du taux marginal de l'impôt des personnes physiques (pourcentages du revenu imposable) ⁽²⁾	du taux des cotisations sociales patronales et personnelles (pourcentages du salaire brut)		
			taux ⁽³⁾	plafond	taux applicable aux revenus les plus élevés
Belgique	74,5	60,5	47,8	jamais	47,8
Suède	68,8	55,4	39,9	jamais	39,9
France	67,4	54,0	60,4	parfois	33,7
Finlande	67,0	55,2	33,2	jamais	33,2
Italie	64,1	46,4	44,3	jamais	44,3
Pays-Bas	60,0	60,0	56,3	toujours	0,0
Danemark	58,9	54,8	9,0	jamais	9,0
Portugal	56,8	40,0	34,8	jamais	34,8
Allemagne	51,0	51,0	41,0	toujours	0,0
Autriche	50,0	50,0	42,4	toujours	0,0
Espagne	48,0	48,0	37,0	toujours	0,0
Luxembourg	46,0	46,0	27,9	toujours	0,0
Irlande	45,1	44,0	18,5	parfois	2,0
Grèce	45,0	45,0	43,9	toujours	0,0
Royaume-Uni	40,0	40,0	22,2	toujours	0,0
Moyenne de l'UE ⁽⁴⁾	55,2	49,3	40,8		15,3
Écart Belgique – UE	19,3	11,2	7,0		32,5

Source : OCDE.

(1) En fonction des paramètres applicables aux revenus de l'année 2000 (dernière année disponible). Il s'agit des taux qui s'appliquent aux montants situés dans la dernière tranche de revenu, dont le seuil varie d'un pays à l'autre. Classement des pays par ordre décroissant du taux marginal de prélèvement fiscal et parafiscal.

(2) Impôts y compris, le cas échéant, les prélèvements additionnels, notamment les impôts régionaux et locaux.

(3) Taux applicable à tous les revenus sous l'éventuel plafond.

(4) Pondérée par le PIB.

nulle. En 2003, le taux marginal de prélèvement fiscal et parafiscal s'élève à 70 p.c. du coût salarial; en dépit de cette diminution, il demeure plus élevé que les taux observés ailleurs dans l'UE en 2000, et devrait le rester à l'avenir étant donné les baisses de taux annoncées ou mises en œuvre entre-temps dans certains autres pays.

Alors que la part des prélèvements sur les revenus du travail dans le PIB est demeurée stable, celle des impôts sur les bénéfices des sociétés a cédé 0,1 point en 2002. La faiblesse persistante de la conjoncture s'est, en effet, marquée dans l'évolution des profits pour l'année en cours, ce qui s'est traduit par un déclin des versements anticipés de quelque 6 p.c.

La réforme de l'impôt sur les bénéfices des sociétés a été votée en décembre 2002, et est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2003. Elle consiste principalement en une diminution du taux d'imposition nominal normal de 39 à 33 p.c. – ou de 40,17 à 33,99 p.c. si l'on tient compte de la contribution complémentaire de crise –, ainsi qu'en une baisse des taux réduits et une exonération des bénéfices réservés à des fins d'investissement, mesures spécifiques qui, pour l'essentiel, bénéficient aux PME.

Dans un contexte de rigueur budgétaire, et afin de ne pas compromettre l'exécution future des mesures déjà décidées dans d'autres domaines, le gouvernement a voulu en faire une opération budgétairement neutre. Le coût des mesures de diminution de la fiscalité des sociétés, qui s'élève à près de 1,2 milliard d'euros, ou 0,45 p.c.



du PIB, est donc en principe financé intégralement par le rendement de mesures compensatoires, qui visent surtout à élargir la base imposable.

Plus des trois quarts de la compensation proviennent de trois mesures. Il s'agit d'abord d'une modification des règles d'amortissement pour les entreprises taxées au taux normal: lors d'un exercice donné, les investissements réalisés en cours d'année ne pourront désormais être amortis que pro rata temporis. Le rendement de cette mesure, évalué à 525 millions d'euros, n'est toutefois qu'un encaissement anticipé de recettes: en effet, comme tout investissement reste intégralement déductible, le dégrèvement résiduel interviendra à la fin de la période d'amortissement, occasionnant alors de moindres recettes, de sorte que la neutralité budgétaire

n'est à terme pas nécessairement assurée. Ensuite, le renforcement des conditions d'application du système des revenus définitivement taxés, entamé depuis une dizaine d'années, sera poursuivi, pour un gain espéré de quelque 280 millions d'euros. Enfin, 125 millions d'euros devraient être obtenus par l'introduction d'un précompte mobilier de 10 p.c. sur les bonis de liquidation en cas de partage de l'avoir social ou de rachat par une société de ses propres parts. Ces bonis, qui représentent la différence entre les sommes réparties ou payées lors de ces opérations et le capital libéré, n'étaient soumis à aucune taxation, alors qu'ils s'apparentent économiquement à une distribution de dividendes.

TABLEAU 23 TAUX D'IMPOSITION NOMINAUX DES BÉNÉFICES DES SOCIÉTÉS ⁽¹⁾
(pourcentages)

	2000		2002		2003
	Total	Total	dont:		Total
			Pouvoir central	Autres pouvoirs publics	
France	41,7	41,7	41,7	0	41,7
Allemagne	47,7 ⁽²⁾	38,9 ⁽³⁾	26,4	17	38,9 ⁽⁴⁾
Italie	41,3	40,3	36	4,3	38,3
Espagne	35	35	35	0	35
Grèce	40	35	35	0	35
Pays-Bas	35	34,5	34,5	0	34,5
Autriche	34	34	34	0	34
Belgique	40,17	40,17	40,17	0	33,99
Portugal	35,2	33	30	3	33
Luxembourg	37,5	30,4	22,9	7,5	30,4
Danemark	32	30	30	0	30
Royaume-Uni	30	30	30	0	30
Finlande	29	29	29	0	29
Suède	28	28	28	0	28
Irlande	24	16	16	0	12,5
Moyenne de l'UE ⁽⁵⁾	38,8	36,3	32,7	4,7	35,8
Écart Belgique – UE	1,4	3,9	7,5	-4,7	-1,8
États-Unis	45,8	45,2 ⁽³⁾	35	15,7	45,2
Japon	40,9	40,9 ⁽³⁾	30	13,5	40,9

Source : OCDE.

(1) Impôts y compris, le cas échéant, les prélèvements additionnels, notamment les impôts régionaux et locaux. Classement des pays par ordre décroissant de taux applicables en 2003.

(2) Moyenne des taux sur les bénéfices réservés et les bénéfices distribués.

(3) Le taux est inférieur à la somme de ceux des deux sous-secteurs, étant donné que les impôts régionaux et locaux payés peuvent être imputés dans la déclaration pour l'État central.

(4) Compte non tenu du relèvement non récurrent de 1,5 point de pourcentage, décidé à l'occasion des inondations.

(5) Pondérée par le PIB.

La diminution des taux nominaux de l'impôt des sociétés s'inscrit dans un mouvement de baisse observable, depuis quelques années déjà, dans de nombreux pays européens. Elle était donc devenue nécessaire pour la sauvegarde de l'attrait de la Belgique comme lieu d'implantation d'activités économiques.

D'une comparaison internationale, il ressort que, en 2002, le taux nominal appliqué par le pouvoir fédéral belge était, avec 40,17 p.c., pratiquement le plus élevé de l'UE, dépassant la moyenne européenne de 7,5 points de pourcentage. Cependant, si l'on tient compte de l'impôt dû, dans certains pays, aux pouvoirs locaux ou aux entités fédérées, la différence s'est limitée à 3,9 points. Grâce à la réforme fiscale, la position défavorable de la Belgique s'est muée toutefois, en 2003, en une situation légèrement plus avantageuse que la moyenne des pays de l'UE. À l'exclusion de l'Irlande, où le taux est particulièrement bas, la dispersion autour de cette moyenne est assez faible et, depuis que les taux ont été abaissés en Europe, la différence, favorable aux entreprises, par rapport aux États-Unis et au Japon s'est encore creusée. Cet aperçu des taux nominaux ne donne toutefois qu'une image réductrice de l'ensemble du régime fiscal des différents pays, dans la mesure où il n'est pas tenu compte des déductions fiscales ou régimes préférentiels qui peuvent affecter le taux effectif de prélèvement. Ce dernier peut dès lors s'écarter sensiblement du taux nominal, situation à laquelle la réforme fiscale belge a précisément tenté de remédier.

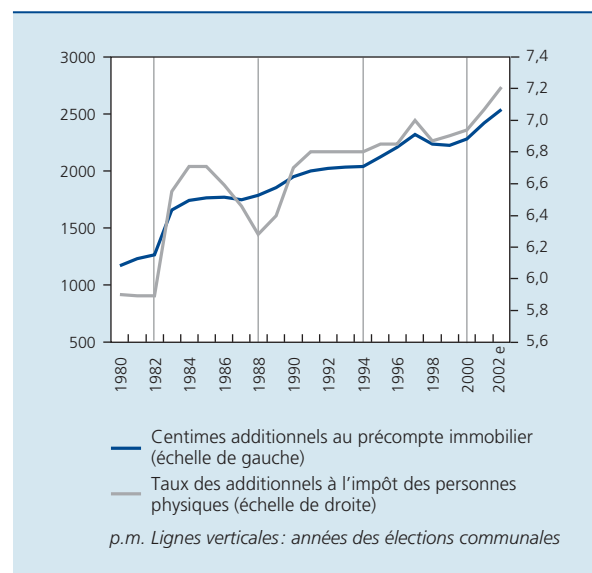
La part des impôts sur les autres revenus et le patrimoine dans le PIB a légèrement progressé en 2002, masquant les effets de mesures d'une ampleur non négligeable en matière de fiscalité immobilière.

L'exécutif de la Communauté flamande a mis à profit les nouvelles compétences accordées en la matière par l'accord du Lambert pour mettre en œuvre une réforme des droits d'enregistrement, afin notamment de stimuler la mobilité géographique. Entrée en vigueur le 17 janvier 2002, son axe central consiste en une baisse des taux applicables aux transactions immobilières en Flandre, de 12,5 à 10 p.c., ou de 6 à 5 p.c. pour les habitations qualifiées de modestes. Une deuxième disposition permet une certaine « portabilité » des droits payés par les particuliers, dans la mesure où une partie de l'impôt payé lors de l'acquisition de l'immeuble d'habitation peut, en cas de vente, venir en déduction des droits dus sur le nouvel achat, et ce à concurrence de 12.500 euros maximum. Une dernière mesure, non cumulable avec la précédente, exonère désormais la première tranche de 12.500 euros du prix d'achat d'un logement.

Le coût brut total de cette réforme a été évalué à 367 millions d'euros, dont plus de la moitié a découlé de la baisse des taux d'imposition. L'incidence nette sur les recettes encaissées au cours de l'année sous revue a en revanche été bien plus faible, en raison du report de certaines transactions par des particuliers soucieux de profiter de la réforme, dont la teneur était connue dès l'été 2001. Par ailleurs, il n'est pas exclu que l'activité sur le marché immobilier en Flandre ait bénéficié du nouveau cadre fiscal.

Les pouvoirs locaux ont en revanche alourdi la fiscalité sur le patrimoine en augmentant sensiblement le taux des additionnels prélevés sur le précompte immobilier des particuliers et des sociétés, qui a ainsi atteint un niveau historiquement élevé. Si une telle évolution est récurrente après les élections communales, elle traduit également la nécessité dans laquelle se trouvent les communes de compenser un surcroît de dépenses, notamment en termes de politique sociale et de sécurité, ainsi que la baisse attendue de certains de leurs revenus. Il s'agit en particulier de limiter l'incidence défavorable de la réforme fédérale sur les additionnels à l'impôt des personnes physiques, et d'anticiper la contraction future des dividendes des intercommunales de distribution d'électricité et du gaz, sous l'effet de la libéralisation du marché.

GRAPHIQUE 60 TAUX DES ADDITIONNELS À L'IMPÔT DES PERSONNES PHYSIQUES ET CENTIMES ADDITIONNELS AU PRÉCOMPTE IMMOBILIER PERÇUS PAR LES COMMUNES ⁽¹⁾



Source : Ministère fédéral des Finances.

(1) Moyenne des taux ou centimes additionnels.



En 2002, les impôts sur les biens et services sont demeurés inchangés lorsqu'ils sont exprimés en pourcentage du PIB.

Le poids de la principale catégorie de ces impôts est pourtant en légère progression. Les recettes de TVA ont en effet été influencées favorablement par la réforme des modes de financement de l'UE, dès lors qu'en application de celle-ci la part de ces recettes prélevée pour compte des institutions européennes a été réduite au profit de celle revenant à la Belgique.

Les autres catégories de prélèvements sur les biens et services couvrent une multitude d'impôts d'importance plus faible, dont le poids total a diminué de 0,2 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue. Cette évolution tient à la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles, qui a entraîné une perte de recettes du même ordre de grandeur. L'incidence de cette mesure a été partiellement compensée par plusieurs augmentations

d'impôts: il s'agit principalement, dans la Région de Bruxelles-Capitale, de la taxe régionale prélevée sur les ménages, au niveau de la sécurité sociale, de taxes sur l'industrie pharmaceutique et, au niveau des pouvoirs locaux, de différents impôts pesant tant sur les ménages que sur les sociétés.

La loi relative aux écotaxes et écoréductions, votée à la fin de l'année 2002, modifie le système de taxation indirecte sur les boissons afin de stimuler l'utilisation d'emballages réutilisables, mais l'incidence budgétaire de cette loi, qui entrera en vigueur dans le courant de 2003, devrait être neutre.

La multiplicité de mesures fiscales dans la période récente pose la question de l'effet direct global de la politique fiscale sur le compte des particuliers.

TABLEAU 24 MESURES FISCALES STRUCTURELLES AFFECTANT LES PARTICULIERS

(millions d'euros, signe moins : diminution cumulée des recettes)

	2000	2001	2002	2003
Pouvoir fédéral	-20	-295	-974	-1.734
Réforme de l'impôt des personnes physiques			-248	-896
Abolition de la contribution complémentaire de crise	-20	-295	-726	-1.030
Taxes sur les cigarettes				192
Communautés et régions			-1.018	-784
Suppression de la redevance radiotélévision en Région flamande			-455	-455
Réforme des droits d'enregistrement en Région flamande			-367	-367
Diminution forfaitaire de l'impôt des personnes physiques en Région flamande			-220	0
Contribution à l'assurance soins en Région flamande			39	93
Effet net des réformes dans la Région de Bruxelles-Capitale			-15	-15
Effet net de la réforme en Région wallonne				-40
Pouvoirs locaux		131	250	270
Additionnels à l'impôt des personnes physiques		8	22	41
<i>Effet endogène de la réforme fédérale</i>				-14
<i>Hausse des taux</i>		8	22	55
Additionnels au précompte immobilier		108	198	198 ⁽¹⁾
Impôts locaux		15	30	30 ⁽¹⁾
Total	-20	-164	-1.742	-2.248
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	0,0	-0,1	-0,7	-0,8
<i>p.m. Idem, pourcentages du revenu disponible des particuliers</i>	0,0	-0,1	-1,0	-1,3

Sources : Budgets, BNB.

(1) Par manque d'information, les taux ou modalités de ces impôts sont supposés inchangés en 2003.

Les principales dispositions visant à diminuer structurellement la fiscalité relèvent du pouvoir fédéral: en tenant compte de la hausse des taxes sur les cigarettes qui est devenue effective le 1^{er} janvier 2003, les baisses d'impôts dépasseraient 1,7 milliard d'euros au terme de 2003, contre près de 1 milliard en 2002.

Les communautés et régions ont également procédé à divers allègements fiscaux: au cours de l'année sous revue, l'ampleur des mesures y dépasse même, de peu, celle des dispositions fédérales. C'est principalement en Région flamande que les dégrèvements ont été importants, avec la suppression de la redevance radiotélévision et la baisse des droits d'enregistrement, auxquelles s'est ajoutée, en 2002, l'effet d'une diminution forfaitaire non récurrente de l'impôt des personnes physiques. Seule la contribution à l'assurance soins y est en hausse, avec un impact toutefois limité par rapport à celui des allègements précités. La Région de Bruxelles-Capitale a décidé de diminutions d'impôts en deux temps. En 2002, le retrait de la redevance radiotélévision n'a occasionné qu'une baisse nette limitée de la fiscalité des ménages, car elle a été financée aux trois quarts par la hausse de la taxe régionale qui pèse sur eux, le solde l'étant par l'augmentation de diverses taxes

principalement à charge des sociétés. En 2003, le coût des dispositions fiscales visant principalement à favoriser la propriété du logement familial – une diminution de certains droits d'enregistrement et de certains droits de succession – est intégralement couvert par diverses hausses de tarifs s'appliquant à d'autres opérations en ces matières. La Région wallonne, quant à elle, a annoncé, avec entrée en vigueur en 2003, la suppression de la taxe sur les déchets ménagers, une baisse de la redevance radiotélévision et un aménagement des droits de succession.

Au niveau des pouvoirs locaux, en revanche, la fiscalité pesant sur les particuliers montre une tendance haussière. Parce qu'ils sont calculés comme une proportion du produit de l'impôt fédéral, les additionnels à l'impôt des personnes physiques ont un rendement qui diminue automatiquement sous l'effet de la réforme fiscale, quoique avec un délai de l'ordre de deux ans, vu que leur versement n'est effectué que lors de l'enrôlement de l'impôt. Les communes ont toutefois plus que comblé cette perte de recettes en haussant sensiblement, à partir de 2001, les taux des additionnels, tant à l'impôt des personnes physiques qu'au précompte immobilier, ainsi qu'en augmentant plusieurs autres impôts.

TABLEAU 25 DÉPENSES PRIMAIRES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS
(pourcentages de variation, sauf indication contraire)

	2000	2001	2002 e	p.m. 2002 ⁽¹⁾ e
Niveau observé ⁽²⁾	42,7	42,8	43,9	43,6
Croissance réelle ⁽³⁾	1,3	0,6	3,2 ⁽¹⁾	
Influence de facteurs accidentels et conjoncturels ⁽²⁾				
Facteurs non récurrents	0,2	-0,3	-0,2	
dont:				
Licences UMTS	-	-0,2	-	
Ventes de biens immeubles	0,0	-0,1	-0,2	
Réforme du financement de l'UE	0,0	0,0	0,2	
Dépenses de chômage, hors mesures	1,1	1,1	1,2	
Croissance réelle ⁽³⁾ corrigée de facteurs accidentels et conjoncturels	1,7	1,9	2,2 ⁽¹⁾	
<i>p.m. Effet de l'indexation</i>				
<i>Indexation des rémunérations de la fonction publique et des revenus de remplacement</i>	1,5	2,4	2,7	
<i>Indice des prix à la consommation national</i>	2,5	2,5	1,6	
<i>Différence</i>	-1,0	0,0	1,1	

Sources: ICN, BNB.

(1) Compte non tenu de la reclassification en 2002 des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés vers celui des administrations publiques.

(2) Pourcentages du PIB.

(3) Déflatée par l'indice des prix à la consommation national.



L'alourdissement de la fiscalité locale a cependant une incidence réduite au regard de l'ampleur des allègements accordés par les autres niveaux de pouvoir: en 2002, le total cumulé des diminutions nettes d'impôts a représenté 1 p.c. du revenu disponible des particuliers et en 2003, il passerait à 1,3 p.c.

Dépenses primaires de l'ensemble des pouvoirs publics

Après avoir diminué en proportion du PIB, depuis le milieu des années nonante, les dépenses primaires de l'ensemble des pouvoirs publics se sont stabilisées en 2001, avant de remonter de 42,8 à 43,9 p.c. en 2002, ou 43,6 p.c., si l'on fait abstraction des effets purement comptables de la reclassification dans les comptes nationaux des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés vers celui des administrations publiques. Si cette évolution est liée à la faiblesse de la croissance économique au cours de l'année sous revue, elle découle également de la nette accélération de la croissance des dépenses en termes réels. Celle-ci est en effet passée de 0,6 p.c. en 2001 à 3,2 p.c. en 2002, soit un rythme supérieur à la moyenne de la précédente décennie.

L'évolution apparente des dépenses primaires au cours des dernières années constitue toutefois un indicateur imparfait de la politique des pouvoirs publics en matière de dépenses, étant donné qu'elle est largement biaisée par l'influence de facteurs non récurrents, de la réforme du financement de l'UE et de l'évolution conjoncturelle.

Des facteurs non récurrents ont de nouveau contribué à réduire le volume des dépenses durant l'année sous revue, mais dans une mesure légèrement moindre que l'année précédente, contribuant ainsi à une accélération des dépenses en 2002. Si de nouvelles ventes de biens immeubles ont été réalisées pour un montant supérieur, il n'y a en effet plus eu de ventes de licences UMTS, dont, conformément au SEC 95, le produit avait également été comptabilisé comme une dépense négative.

Une modification du mode de financement de l'UE a également influencé le rythme de croissance des dépenses. L'UE est financée par quatre types de ressources. Les prélèvements sur des produits agricoles et les droits de douane qui sont recouverts par les États membres et reversés à l'UE, après déduction de frais de perception, constituent les ressources propres du budget communautaire. La troisième ressource est tirée de la cession par les États d'une partie de leurs recettes de TVA, selon un pourcentage fixe de la base imposable. Enfin, la quatrième ressource est liée au PNB et est calculée par solde, afin d'équilibrer le budget de l'UE. Alors que la ressource TVA vient en déduction des recettes du même nom dans le compte des pouvoirs publics, la ressource dite PNB y est comptabilisée comme une dépense.

Lors du sommet de Berlin en mars 1999, il avait été décidé de modifier le financement de l'UE sur trois plans. D'abord, la partie des prélèvements agricoles et des droits de douane rétrocédée aux États membres au titre des frais de perception avait été portée à 25 p.c. à partir de 2001, contre 10 p.c. auparavant. Ensuite, le

TABLEAU 26 TRANSFERT DE RESSOURCES AU BUDGET DE L'UNION EUROPÉENNE
(millions d'euros)

	Moyenne 1995-1999	2000	2001	2002 e
Ressources propres brutes	1.183	1.384	1.387	1.440
Frais de perception	-116	-134	-311	-287
Ressources propres nettes	1.066	1.250	1.075	1.153
TVA cédée	1.004	1.011	1.089	766
Contribution liée au PNB	855	1.121	1.146	1.366
Transfert net de ressources	2.925	3.382	3.312	3.285
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	<i>1,34</i>	<i>1,34</i>	<i>1,30</i>	<i>1,26</i>

Sources: ICN, BNB.

pourcentage de la contribution TVA est revenu de 1 à 0,75 p.c. en 2002, car ce mode de financement pénalise fortement les États membres les moins riches de l'UE, où la part de la consommation privée dans le PIB est plus importante. La hausse des recettes qui en résulte pour les États membres a été compensée, en 2002, par un relèvement de la contribution liée au PNB, afin de mieux faire correspondre la quote-part de chaque pays à son niveau de prospérité relative. Enfin, l'écot des États membres dans le financement de la correction consentie depuis le milieu des années quatre-vingt au Royaume-Uni, en vue d'alléger sa contribution au budget européen, a été modifié: celui de la Belgique a été revu à la hausse. Au total, ces modifications du financement de l'UE n'ont pas entraîné d'alourdissement de la charge budgétaire pour la Belgique, puisque les ressources nettes versées au budget de l'UE se sont réduites en pourcentage du PIB tant en 2001 qu'en 2002.

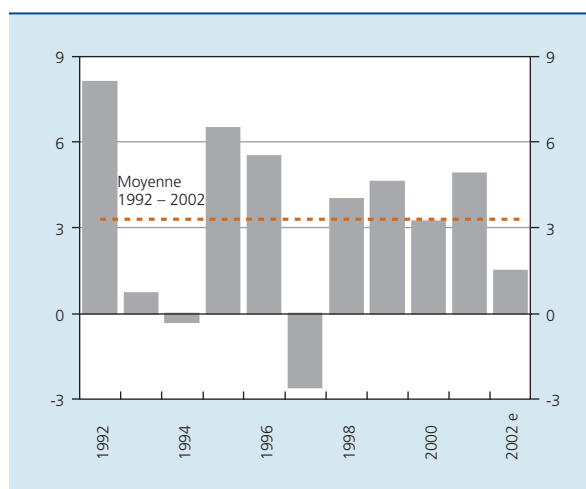
Pour avoir un meilleur aperçu de la politique des pouvoirs publics en matière de dépenses, la croissance de celles-ci ne peut s'apprécier correctement qu'en faisant abstraction de l'incidence du relèvement de la contribution liée au PNB consécutif à la baisse du transfert de recettes de TVA et à la hausse de la rétrocession des frais de perception.

L'atonie de la conjoncture a également amplifié, par le biais des allocations de chômage, le rythme de croissance des dépenses primaires. Les dépenses d'allocations versées aux chômeurs demandeurs d'emploi et aux chômeurs temporaires suivent le cycle conjoncturel avec un délai d'environ six mois: elles avaient sensiblement diminué dans les années 1998 à 2000, caractérisées par une bonne croissance économique, avant d'enregistrer une hausse modérée en 2001, à la suite du ralentissement conjoncturel observé dans la seconde moitié de l'année, dont elles n'ont subi les pleins effets qu'au cours de l'année sous revue, affichant une croissance réelle de quelque 14 p.c., abstraction faite de l'effet des mesures commentées ci-dessous. Cette forte augmentation de nature conjoncturelle tronque aussi l'image de la politique sous-jacente des pouvoirs publics en matière de dépenses.

Après correction des effets des facteurs accidentels et conjoncturels précités, la croissance des dépenses primaires s'avère être de 2,2 p.c. en 2002, soit un niveau supérieur à l'année précédente, mais comparable à la moyenne des dix dernières années et proche de la croissance tendancielle du PIB. Cette accélération est imputable au mécanisme d'indexation des prestations sociales et des rémunérations de la fonction publique. L'ensemble de ces dépenses, qui représentent quelque

GRAPHIQUE 61 DÉPENSES DE SANTÉ

(pourcentages de variation à prix constants par rapport à l'année précédente⁽¹⁾)



Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses déflatées par l'indice des prix à la consommation national.

60 p.c. des dépenses primaires des pouvoirs publics, sont en effet liées à l'évolution de l'indice-santé des prix à la consommation et sont adaptées à chaque dépassement de l'indice pivot. Comme, au cours de l'année sous revue, celui-ci a été dépassé en janvier, les allocations sociales et les rémunérations de la fonction publique ont été augmentées de 2 p.c. en février et en mars respectivement, soit quatre mois plus tôt qu'en 2001. Vu la baisse de l'inflation observée en 2002, l'écart entre l'indexation et l'inflation est remonté à 1,1 p.c. Ainsi, l'application concrète du mécanisme d'indexation a gonflé la croissance effective réelle des dépenses en 2002, contrairement aux deux années précédentes.

La croissance des dépenses primaires est due, à raison de 0,3 p.c., aux dispositions sociales prises pour les revenus de remplacement les plus bas. Les principales mesures sont le relèvement des allocations journalières moyennes aux chômeurs de longue durée (isolés et cohabitants), une première augmentation du minimum d'existence de 4 p.c. en janvier, suivie d'une seconde en octobre, lorsque ce minimum a été remplacé par le revenu d'intégration, et enfin, une adaptation au bien-être des pensions les plus anciennes. Le 1^{er} janvier 2002, les pensions des salariés et des indépendants ayant pris cours avant 1993 ont été majorées de 1 p.c. Cette mesure a été motivée par la régression spontanée de la prospérité relative des pensionnés plus âgés. En Belgique, l'évolution des pensions du secteur privé n'est en effet liée automatiquement qu'à celle des prix et pas à celle du bien-être; toutefois, les pouvoirs publics peuvent décider d'accorder une

augmentation réelle, mais cela a rarement été le cas au cours de la précédente décennie. Il en découle qu'un retraité du secteur privé perçoit une allocation pratiquement inchangée à prix constants jusqu'à son décès, alors qu'un travailleur bénéficie régulièrement d'augmentations réelles de son salaire, et qu'un retraité du secteur public jouit, par le biais du système de péréquation, de la progression du bien-être, pour autant que les salaires octroyés dans ce secteur suivent ceux du reste de l'économie.

Le taux de croissance réelle des dépenses de santé, qui s'est établi en moyenne à 3,3 p.c. sur la période 1992-2002, est habituellement nettement supérieur à celui des autres dépenses primaires. Tel n'a pas été le cas au cours de l'année sous revue, puisque la croissance s'est limitée à 1,5 p.c., après s'être très nettement accélérée en 2001. Afin de maîtriser la croissance des dépenses en 2002, le gouvernement a adopté des mesures d'économie d'un montant de 458 millions d'euros. Elles ont été principalement réalisées dans le domaine des médicaments, par l'encouragement d'un comportement plus efficace en matière de prescriptions et l'utilisation de produits génériques, l'abaissement des prix de référence utilisés pour le calcul du remboursement et une réduction de l'intervention sur les médicaments dits de confort. Une économie non récurrente a par ailleurs été réalisée grâce au report de cinq mois de l'indexation des honoraires médicaux, jusqu'en juillet 2002.

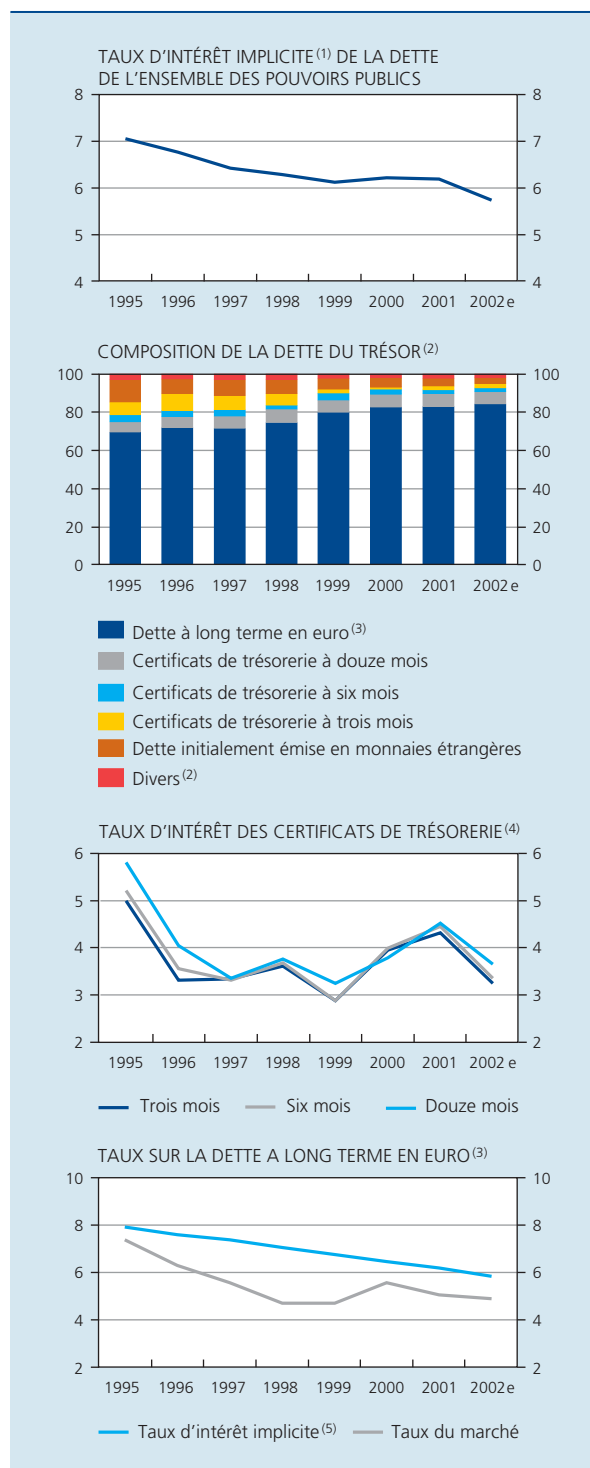
Charges d'intérêts de l'ensemble des pouvoirs publics

En 2002, les charges d'intérêts ont baissé de 0,5 p.c. du PIB, pour s'établir à 6,1 p.c. Ce déclin est nettement plus important que celui observé les deux années précédentes, et dépasse également la réduction moyenne de ces dépenses depuis 1995. Comme le recul du taux d'endettement a été moins prononcé en 2002 qu'au cours des années antérieures, cette évolution s'explique par la diminution relativement sensible du taux d'intérêt implicite.

Les variations de ce taux implicite au cours des dernières années peuvent être imputées presque exclusivement aux fluctuations des taux sur les différentes composantes de la dette, alors que la structure par terme de la dette est restée relativement stable.

Elles reflètent essentiellement l'évolution du taux implicite sur les certificats de trésorerie, qui avait augmenté en 2000 et 2001, avant de diminuer au cours de l'année sous revue. Les baisses successives en 2001 du taux des opérations principales de refinancement de la BCE, pour

GRAPHIQUE 62 TAUX D'INTÉRÊT DE LA DETTE PUBLIQUE
(pourcentages)



Sources : ICN, Ministère fédéral des Finances, BNB.

(1) Rapport entre les charges d'intérêts pendant l'année en cours et la dette à la fin de l'année précédente.

(2) À l'exclusion des certificats déposés auprès du FMI.

(3) À l'exclusion des emprunts émis, avant le 1^{er} janvier 1999, dans d'autres monnaies que le franc belge et à l'exclusion des OLO à taux variables, qui sont reprises dans la rubrique "divers", parce que leur taux fluctue comme les taux à court terme, et à l'exclusion des "bons du Trésor-Fonds de vieillissement".

(4) Taux moyen dû sur les certificats de trésorerie.

(5) Rapport, pour la dette à long terme en euro, entre les charges d'intérêts (y compris les primes d'émission) et l'encours mensuel moyen de la dette.

TABLEAU 27 CHARGES D'INTÉRÊTS DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS ET DÉTERMINANTS

(différences par rapport à l'année précédente, pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e	p.m. Moyenne 1995-2002 e
Charges d'intérêts	-0,3	-0,4	-0,9	-0,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4
Déterminées par :									
Taux d'endettement	-1,9	-3,8	-5,4	-5,2	-4,7	-5,3	-1,1	-2,5	-3,7
Taux d'intérêt implicite ⁽¹⁾	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,4	-0,2

Sources : ICN, Ministère fédéral des Finances, BNB.

(1) Variations en points de pourcentage du rapport entre les charges d'intérêts et l'encours moyen de la dette.

un total de 150 points de base, qui étaient intervenues principalement au cours de la seconde moitié de l'année, ainsi que la nouvelle diminution de ce taux directeur, de 50 points de base, le 5 décembre 2002, ont permis au taux sur les certificats de trésorerie de s'établir à un niveau inférieur, en moyenne, de quelque 100 points de base à celui de 2001.

Le taux implicite sur la dette à long terme a suivi une évolution nettement plus uniforme: il a baissé chaque année de quelque 30 points de base en moyenne, car les emprunts remboursés, souvent assortis d'un taux élevé, ont pu être refinancés à des taux nettement inférieurs. L'écart entre ce taux implicite et les taux à long terme du marché s'est maintenu par ailleurs en 2002 à 100 points de base environ, ce qui permettra une poursuite du recul des charges d'intérêts dans les années à venir, à moins que les taux du marché n'augmentent substantiellement.

TABLEAU 28 BESOIN (-) OU CAPACITÉ DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES POUVOIRS PUBLICS ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Solde primaire	6,0	6,8	6,5	6,9	7,0	6,0
Entité I	5,2	5,8	5,5	6,4	5,8	5,4
Pouvoir fédéral	4,8	5,3	4,9	5,8	5,2	5,2
Sécurité sociale	0,5	0,5	0,7	0,6	0,7	0,3
Entité II	0,8	1,1	1,0	0,5	1,2	0,7
Communautés et régions	0,2	0,6	0,6	0,5	1,0	0,2
Pouvoirs locaux	0,6	0,5	0,4	0,0	0,2	0,5
Charges d'intérêts	8,0	7,6	7,0	6,8	6,6	6,1
Besoin (-) ou capacité de financement	-2,0	-0,7	-0,5	0,1	0,4	0,0
Entité I	-2,1	-1,2	-0,9	0,1	-0,3	-0,2
Pouvoir fédéral	-2,5	-1,7	-1,6	-0,5	-0,9	-0,5
Sécurité sociale	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,3
Entité II	0,1	0,5	0,5	0,0	0,7	0,2
Communautés et régions	-0,1	0,3	0,4	0,2	0,8	0,0
Pouvoirs locaux	0,2	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,2

Sources : ICN, BNB.

(1) Y compris le produit de la vente des licences UMTS en 2001.



Solde de financement des pouvoirs publics

Le compte de l'ensemble des pouvoirs publics s'est soldé en équilibre au terme de l'année sous revue, alors qu'il avait dégagé un excédent de 0,1 p.c. du PIB en 2000 et de 0,4 p.c. en 2001 (0,2 p.c. à l'exclusion du produit de la vente de licences UMTS). Dans la mesure où les charges d'intérêts ont accusé une diminution substantielle, cette évolution révèle un tassement du surplus primaire, de 1 p.c. du PIB environ. Celui-ci s'est toutefois maintenu à un niveau élevé, à 6 p.c.

L'évolution des soldes primaires des différents sous-secteurs des pouvoirs publics au cours de ces dernières années est en partie tributaire de changements dans les transferts qu'ils effectuent entre eux.

D'une part, des modifications ont affecté les montants transférés entre le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, en raison de la reprise de la dette de cette dernière par le Trésor en 2001. Celle-ci avait contribué à l'amélioration temporaire du surplus de la sécurité sociale au détriment du pouvoir fédéral, avec comme corollaire, l'effet inverse au cours de l'année sous revue.

D'autre part, l'amélioration du solde des communautés et régions en 2001, comme sa détérioration en 2002, ont été largement influencées par le profil des recettes de l'impôt des personnes physiques et de TVA transférées par le pouvoir fédéral en vertu de la loi spéciale de financement. En effet, ces transferts avaient fortement progressé en 2001 et ont légèrement diminué l'année sous revue.

Depuis 2000, année où le financement régi par ladite loi a atteint son régime de croisière, les recettes transférées sont principalement fonction de l'évolution, pour l'année courante, du nombre de jeunes de moins de 18 ans, de l'inflation et de la croissance économique réelle telle que mesurée par la variation du RNB. Cette dernière diffère de celle du PIB car elle intègre l'évolution des termes de l'échange des biens et services et celle des revenus primaires nets en provenance du reste du monde. Jusqu'en 2001, les moyens attribués au cours d'une année donnée étaient initialement calculés sur base de l'inflation et de la croissance économique de l'année précédente, puis régularisés un an plus tard en fonction de la valeur effective de ces paramètres pour l'année considérée. Cette procédure occasionnait, en cas de variation du rythme de croissance nominale d'une année à l'autre, des régularisations

TABLEAU 29 RECETTES DE L'IMPÔT DES PERSONNES PHYSIQUES ET DE TVA REVENANT AUX COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS EN VERTU DE LA LOI SPÉCIALE DE FINANCEMENT

(millions d'euros, sauf mention contraire)

	2001	2002 ⁽¹⁾
Variation totale	2.264 (9,8 p.c.)	-109 (-0,4 p.c.)
expliquée entre autres par :		
Croissance économique réelle ⁽²⁾ 3,1 p.c. en 2000	446	1 p.c. en 2002 148
Inflation ⁽³⁾ 2,5 p.c. en 2000	604	1,6 p.c. en 2002 389
Règlements des soldes de régularisation ⁽⁴⁾ solde de 2000 positif car croissance économique plus forte en 2000 qu'en 1999, combiné à l'effet du solde négatif de 1999	1.180	solde de 2001 négatif car croissance économique plus faible en 2001 qu'en 2000, combiné à l'effet du solde positif de 2000 -1.210
Accord du Lambermont		première tranche additionnelle pour les communautés ⁽⁵⁾ 198
		Région de Bruxelles-Capitale 50
		transfert de compétences ⁽⁶⁾ 91

Sources : Budget des voies et moyens, BNB.

(1) Compte non tenu de l'incidence des transferts d'impôts régionaux.

(2) Croissance réelle du RNB.

(3) Variation de l'indice des prix à la consommation national.

(4) Soit le supplément ou la réduction de moyens découlant, pour la croissance économique nominale d'une année donnée, de l'écart entre la valeur retenue provisoirement au début de celle-ci et l'estimation qui en est faite au début de l'année suivante, à l'exclusion de l'incidence sur le recalcul des soldes de régularisation de toute autre révision de paramètres.

(5) Non compris la première tranche additionnelle de 1,4 million d'euros octroyée à la Communauté germanophone qui a pris la forme d'une dotation.

(6) En matière d'agriculture et de pêche, de recherche scientifique dans le domaine agricole et de commerce extérieur. Ce facteur n'a en principe pas d'influence sur le solde de financement des communautés et régions, puisque les nouvelles recettes financent des dépenses supplémentaires.

importantes, et, par là, une forte volatilité des recettes transférées. Ainsi, après avoir stagné en 2000, ces dernières avaient fortement progressé en termes nominaux l'année suivante.

Pour atténuer le caractère erratique de ces transferts, qui compliquait l'exercice de la politique budgétaire tant du pouvoir fédéral que des communautés et régions, l'accord du Lambermont en a modifié le mode de calcul en liant, à partir de 2002, les moyens attribués l'année en cours à l'évolution de l'inflation et de la croissance prévues pour l'année. Ce n'est que dans la mesure où la valeur effective de ces paramètres s'écarte des prévisions que des régularisations sont nécessaires, mais leur ampleur devrait toutefois être plus réduite, diminuant ainsi la volatilité des recettes transférées. Au cours de l'année sous revue, ces dernières ont donc été déterminées par la croissance économique réelle de 1 p.c. et l'inflation de 1,6 p.c. retenues lors de l'ajustement du budget fédéral en mars 2002. Le lissage inhérent au nouveau mode d'attribution n'a toutefois pas encore sorti pleinement ses effets dans le calcul des moyens transférés en 2002, puisque des régularisations importantes relatives aux recettes des années précédentes, calculées selon l'ancien mécanisme, ont encore été effectuées.

À côté de cette modification de nature technique, l'accord du Lambermont octroie une autonomie fiscale accrue et un transfert limité de nouvelles compétences. Il prévoit aussi des ressources supplémentaires pour les communautés dans le cadre d'un programme pluriannuel. L'année 2002 en constitue la première étape : les moyens de TVA n'y sont pas uniquement liés à l'inflation et à l'évolution du nombre de jeunes, mais sont aussi majorés d'un montant de 198 millions d'euros. Par ailleurs, 50 millions ont été répartis entre les commissions communautaires flamande et française, et certaines communes de la Région de Bruxelles-Capitale.

Ainsi, les moyens attribués sous la forme d'impôt des personnes physiques et de TVA ont diminué en 2002 de 109 millions d'euros, ou 0,4 p.c. en termes nominaux. Il y a lieu toutefois de préciser que la part de l'impôt des personnes physiques qui revient aux entités fédérées a été diminuée, par ailleurs, à concurrence d'un montant pratiquement équivalent au produit des nouvelles catégories d'impôts transférées en vertu de l'accord du Lambermont à partir de 2002, soit l'intégralité des droits d'enregistrement, la taxe de circulation, la taxe de mise en circulation et l'eurovignette.

Aux effets de ces modifications dans les transferts entre sous-secteurs se sont superposés des facteurs affectant les recettes et dépenses propres à chacun des niveaux de pouvoir.

Si, au total, le surplus primaire du pouvoir fédéral n'a pas varié en dépit des mesures de diminution d'impôts commentées ci-dessus, il n'en a pas été de même pour les communautés et régions, pour lesquelles les allègements consentis ont contribué à la dégradation de leur solde primaire. L'excédent primaire de la sécurité sociale s'est également réduit en 2002, non seulement en raison des diminutions additionnelles de cotisations sociales, mais surtout parce que la détérioration conjoncturelle du marché du travail a impliqué un gonflement des dépenses de chômage.

Seul le surplus des pouvoirs locaux s'est amélioré au cours de l'année sous revue, comme en 2001, pour retrouver des niveaux similaires à ceux observés à la fin des années nonante. Les recettes de ce sous-secteur ont en effet sensiblement augmenté en 2002, principalement en raison de la hausse de la fiscalité communale, et de la forte progression des revenus de dividendes, qui sont revenus à leur niveau tendanciel après la baisse importante observée un an plus tôt.

Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels

Le solde primaire et le solde total de l'ensemble des pouvoirs publics ne donnent qu'une indication imparfaite de l'orientation réelle de la politique budgétaire. En effet, ils sont déterminés non seulement par cette politique, mais également – et dans une mesure importante – par la conjoncture économique générale, qui se situe en dehors de la sphère d'influence directe des pouvoirs publics. Il convient dès lors, pour évaluer l'orientation de la politique budgétaire, de recourir à des indicateurs desquels l'influence de la conjoncture est éliminée. Le SEBC utilise à cette fin une méthode harmonisée qui corrige les soldes budgétaires effectifs pour tenir compte tant des écarts entre l'augmentation de l'activité et la croissance tendancielle que des fluctuations non tendancielles de la composition du PIB.

Il ressort des indicateurs construits à l'aide de cette méthode que la faiblesse persistante de l'activité économique a sensiblement grevé le budget de l'année sous revue. La croissance du PIB est restée pour la deuxième année consécutive nettement inférieure à la croissance tendancielle et, à l'inverse de 2001, ce facteur n'a été compensé que marginalement par des glissements dans



TABLEAU 30 SOLDES BUDGÉTAIRES CORRIGÉS DES VARIATIONS CONJONCTURELLES ⁽¹⁾ ET SOLDES BUDGÉTAIRES STRUCTURELS
(pourcentages du PIB)

	Solde primaire			Solde de financement		
	2000	2001	2002 e	2000	2001	2002 e
Niveau observé	6,9	7,0	6,0	0,1	0,4	0,0
Variation observée		0,1	-0,9		0,3	-0,4
Variation liée à la conjoncture		-0,2	-0,6		-0,2	-0,6
– Croissance du PIB		-0,8	-0,8		-0,8	-0,8
– Effets de composition		0,5	0,2		0,5	0,2
Variation corrigée des influences conjoncturelles		0,3	-0,3		0,5	0,2
Niveau corrigé des influences conjoncturelles	6,4	6,7	6,4	-0,4	0,1	0,4
Incidence des facteurs non récurrents ⁽²⁾	-0,2	0,3	0,2	-0,2	0,3	0,2
Niveau structurel	6,6	6,4	6,3	-0,2	-0,2	0,2
Variation structurelle		-0,2	-0,1		0,0	0,4

Sources : ICN, BNB.

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

(2) Soit l'incidence de facteurs non récurrents sur les recettes ou sur les dépenses primaires.

la composition du PIB favorables aux finances publiques. L'emploi a en effet légèrement régressé en 2002, et la croissance des revenus du travail dans le secteur privé n'a excédé dès lors la progression de l'activité que de manière bien plus limitée qu'en 2001. Au total, la forte diminution du surplus primaire au cours de l'année sous revue est imputable pour environ deux tiers à l'environnement macroéconomique défavorable. Corrigé de l'incidence de la conjoncture, le surplus primaire a décliné d'environ 0,3 p.c. du PIB.

L'évolution du solde total corrigé des variations conjoncturelles n'est pas déterminée uniquement par celle du solde primaire ainsi adapté, mais également par celle des charges d'intérêts. La baisse continue de ces charges a largement contribué les dernières années à l'amélioration du solde des finances publiques corrigé des variations conjoncturelles, qui a dégagé un excédent de 0,4 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue, contre 0,1 p.c. en 2001. Il convient néanmoins d'observer que la méthode de correction des variations conjoncturelles utilisée ici – comme la plupart des variantes – n'expurge pas les flux budgétaires d'éventuelles influences cycliques sur le niveau des taux d'intérêt et donc, sur les charges d'intérêts. En période de conjoncture orientée à la baisse, l'évolution du solde budgétaire corrigé peut par conséquent être légèrement flattée.

Les soldes corrigés de l'influence du cycle économique ne peuvent être confondus avec les soldes structurels, desquels sont éliminés non seulement les mouvements conjoncturels mais aussi, dans la mesure du possible, tous les autres facteurs non récurrents. Ces derniers avaient contribué à rendre sensiblement plus favorable le solde budgétaire en 2001, grâce aux produits de la vente des licences UMTS et de biens immeubles par le pouvoir fédéral. Au cours de l'année sous revue, le solde budgétaire a de nouveau bénéficié du produit généré par quelques transactions immobilières du pouvoir fédéral, mais l'incidence des facteurs non récurrents a été un peu inférieure à celle de 2001. Le solde primaire structurel a enregistré en 2002 un nouveau léger recul, de 0,1 p.c. du PIB, tandis que le solde de financement structurel s'est amélioré et a dégagé un excédent de 0,2 p.c. du PIB.

L'effritement de l'excédent primaire structurel de plus de 0,3 p.c. du PIB au cours des deux dernières années indique un assouplissement de la politique budgétaire et reflète, pour l'essentiel, l'allègement des prélèvements opérés par le gouvernement fédéral et par certaines entités fédérées.

Dettes de l'ensemble des pouvoirs publics

La dette brute consolidée est revenue de 108,5 p.c. du PIB en 2001 à un niveau de 106,1 p.c. à la fin de l'année sous revue. Depuis le sommet historique de 1993, l'endettement des pouvoirs publics belges s'est ainsi replié de près de 32 points de pourcentage.

Cette évolution a été facilitée, dans une certaine mesure, par des opérations qui n'ont pas d'incidence sur le solde des finances publiques, comme l'affectation des plus-values sur or, les privatisations ou la réduction de l'encours des actifs financiers des pouvoirs publics placés en dehors du secteur public. Contrairement aux années 1995-1998, où ces opérations de nature exogène avaient sensiblement contribué à réduire la dette publique, celles-ci ont ensuite freiné la contraction de la dette en raison d'octrois de crédits, de prises de participation et, surtout, de l'incorporation en 2001 de CREDIBE dans le secteur public. En 2002, l'effet de ces facteurs a été quelque peu atténué par la rétrocession par la Banque des plus-values réalisées en 1999, lors du transfert à la BCE de l'or destiné à la constitution de ses avoirs de réserves de change.

L'allègement de l'endettement sur la période de 1994 à 2002 est toutefois essentiellement – à hauteur de presque cinq sixièmes – imputable à la réduction endogène de la dette, ou effet « boule de neige » inversé, qui résulte de l'interaction entre le surplus primaire, la croissance économique nominale et les taux d'intérêt. Grâce à la vigoureuse croissance économique nominale et au niveau élevé de l'excédent primaire, l'ampleur de cette contraction endogène de la dette a en moyenne atteint 4 à 5 p.c. du PIB au cours de la période 1997-2000. En 2001 et 2002, le reflux spontané du ratio de la dette s'est effectué à une cadence un peu moins rapide, de 3 p.c. du PIB environ par an, principalement à la suite de l'accroissement beaucoup plus faible du PIB nominal.

Pour rendre le lien entre la consolidation des finances publiques et le financement du vieillissement plus perceptible, les pouvoirs publics ont créé en 2001 le Fonds de vieillissement. Ce fonds, qui fait partie des pouvoirs publics, n'investit qu'en titres publics. Afin de ne pas perturber le marché des instruments classiques de financement, des titres de créance spécifiques ont été émis, les « bons du Trésor-Fonds de vieillissement ». L'émission

TABLEAU 31 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS
(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e	Évolution de 1993 à 2002 e
Niveau de la dette	137,9	135,9	134,0	130,2	124,8	119,5	114,9	109,6	108,5	106,1	
Variation de la dette		-2,1	-1,9	-3,8	-5,4	-5,2	-4,7	-5,3	-1,1	-2,5	-31,9
Variation endogène		-2,1	-0,5	0,7	-4,2	-3,8	-4,8	-5,6	-3,4	-3,1	-26,7
Solde primaire requis pour stabiliser la dette ⁽¹⁾		2,5	4,5	5,7	1,9	3,1	1,7	1,3	3,6	2,9	
– Taux d'intérêt implicite de la dette ⁽²⁾		7,3	7,1	6,7	6,4	6,3	6,1	6,2	6,1	5,7	
– Croissance du PIB nominal ⁽²⁾		5,4	3,7	2,4	4,9	3,7	4,6	5,0	2,8	2,9	
Solde primaire effectif		4,6	4,9	5,0	6,0	6,8	6,5	6,9	7,0	6,0	
Variation résultant d'autres facteurs		0,0	-1,4	-4,5	-1,2	-1,5	0,1	0,3	2,3	0,6	-5,2
Rétrocession des plus-values sur or		0,0	0,0	-2,6	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	
Opérations de privatisations		-0,2	-0,4	-0,9	-1,1	0,0	-0,6	-0,1	0,0	0,0	
Formation nette d'actifs financiers en dehors du secteur public		-0,5	-1,7	-0,4	-1,0	0,1	0,6	0,2	-0,4	0,0	
Autres ⁽³⁾		0,7	0,6	-0,5	0,9	-0,6	0,1	0,3	2,7	0,7	

Sources : ICN, BNB.

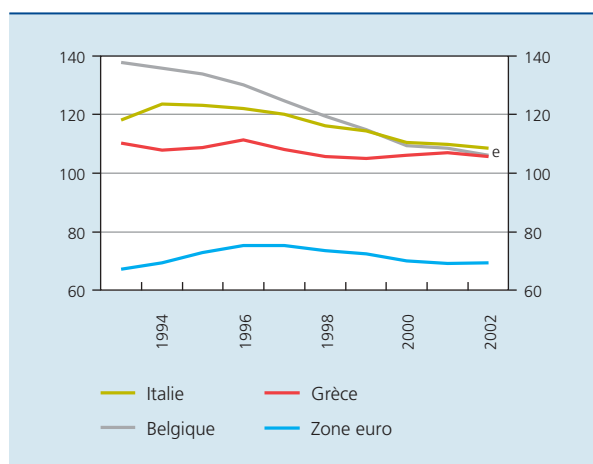
(1) Ce solde est égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite sur la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée.

(2) Pourcentages.

(3) Principalement les octrois de crédits, les prises de participations, les différences de change, les écarts statistiques et, en 2001, l'incorporation de CREDIBE dans le secteur public.

GRAPHIQUE 63 DETTE PUBLIQUE EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

de ces titres accroît à la fois les engagements du Trésor et les actifs détenus par le Fonds de vieillissement, de sorte que la dette brute consolidée (c'est-à-dire les engagements diminués des titres publics détenus par les pouvoirs publics eux-mêmes) n'est pas affectée. À la fin de l'année sous revue, les actifs du fonds représentaient 0,4 p.c. du PIB.

À la suite de la diminution importante du taux d'endettement en Belgique, l'écart avec celui observé dans la zone euro s'est continuellement réduit, même s'il demeure substantiel. Une comparaison avec les autres pays lourdement endettés de la zone fait apparaître que, si le niveau de la dette publique belge était précédemment le plus élevé, il est désormais similaire, voire plus faible que dans ces pays.

6.2 Structure des dépenses publiques et croissance économique

L'incidence de la politique budgétaire sur la croissance et l'emploi ne se limite pas aux deux critères du traité de Maastricht que sont le solde budgétaire et la dette, que ce soit en niveau ou en évolution ; elle s'exerce également par le biais de plusieurs autres canaux, tels que la part des recettes et dépenses publiques dans le PIB, les modalités concrètes des systèmes de prélèvement et la structure des dépenses publiques. Ces éléments contribuent à la « qualité » des finances publiques du point de vue de la croissance et de l'emploi, comme l'ont souligné tant le Conseil européen, dans les conclusions du sommet de Lisbonne ou dans les grandes orientations de politiques économiques, que la CE, dans sa communication du 27 novembre 2002 en vue de renforcer la coordination des politiques budgétaires.

Même s'il est difficile de déterminer de manière univoque quelles sont les dépenses qui contribuent le plus aux performances économiques, on peut opérer – de manière très rudimentaire – une distinction entre trois catégories différentes. Les dépenses « les plus productives » sont, en principe, les dépenses publiques en matière d'investissement, d'enseignement, de recherche et développement et en faveur d'une politique active de l'emploi : pour autant que celles-ci soient allouées de manière efficace, elles contribuent, en effet, à la constitution du capital physique et humain, stimulent le progrès technologique et améliorent la capacité d'insertion professionnelle de la main-d'œuvre disponible. À l'autre extrême, on trouve les charges d'intérêts que l'on peut considérer comme non productives, dès lors qu'elles n'ont pas à proprement parler de retombées positives sur le potentiel de production de l'économie. Un troisième groupe rassemble toutes les autres dépenses publiques, comme, par exemple, celles consenties en vue d'assurer le fonctionnement des administrations publiques

TABLEAU 32 STRUCTURE DES DÉPENSES PUBLIQUES

(pourcentages du PIB, 1999)

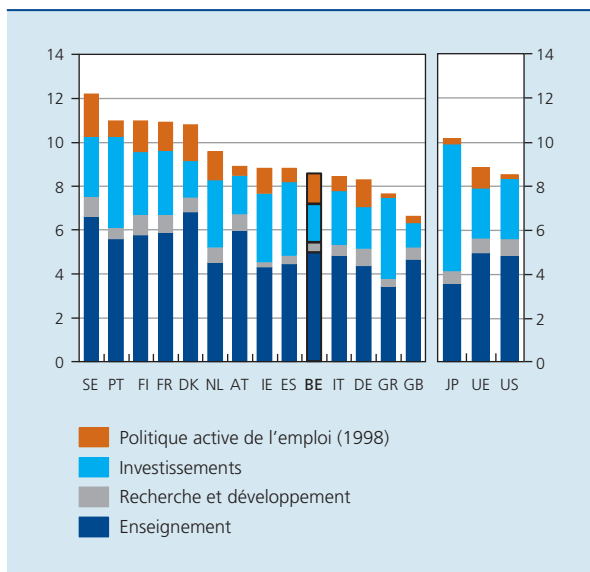
	Belgique	UE	États-Unis	Japon
Dépenses les plus productives ⁽¹⁾	8,6	8,8	8,5	10,1
Charges d'intérêts	6,9	4,0	3,9	3,4
Autres dépenses ⁽²⁾	34,6	34,9	20,1	25,6
Total	50,1	47,7	32,5	39,1

Sources : CE, OCDE.

(1) Dépenses en matière d'enseignement, d'investissement, de recherche et développement et en faveur d'une politique active de l'emploi.

(2) Notamment dépenses sociales, rémunérations et achats de biens et de services – à l'exclusion de l'enseignement –, ainsi que transferts aux entreprises et au reste du monde.

GRAPHIQUE 64 COMPOSITION DES DÉPENSES PUBLIQUES LES PLUS PRODUCTIVES
(pourcentages du PIB, 1999)



Sources : CE, OCDE.

ou de rencontrer les besoins sociaux, mais dont l'apport à la croissance est dans l'ensemble considéré comme plus faible que celui du premier groupe cité.

L'ampleur des dépenses « les plus productives », exprimée en pourcentages du PIB, est pratiquement la même en Belgique, dans l'UE et aux États-Unis; seul le Japon, où le taux est nettement supérieur, fait exception. L'importance des charges d'intérêts est elle aussi comparable au niveau international, exception faite de la Belgique qui, en raison de son endettement élevé, est contrainte d'y consacrer une part beaucoup plus large des deniers publics. Il s'ensuit que les différences quant au niveau des interventions des pouvoirs publics entre l'UE, d'une part, les États-Unis et le Japon, d'autre part, sont de loin les plus marquées pour les autres dépenses, et en particulier, les dépenses sociales: les autres dépenses sont, en effet, sensiblement plus importantes dans l'UE et en Belgique qu'aux États-Unis ou au Japon.

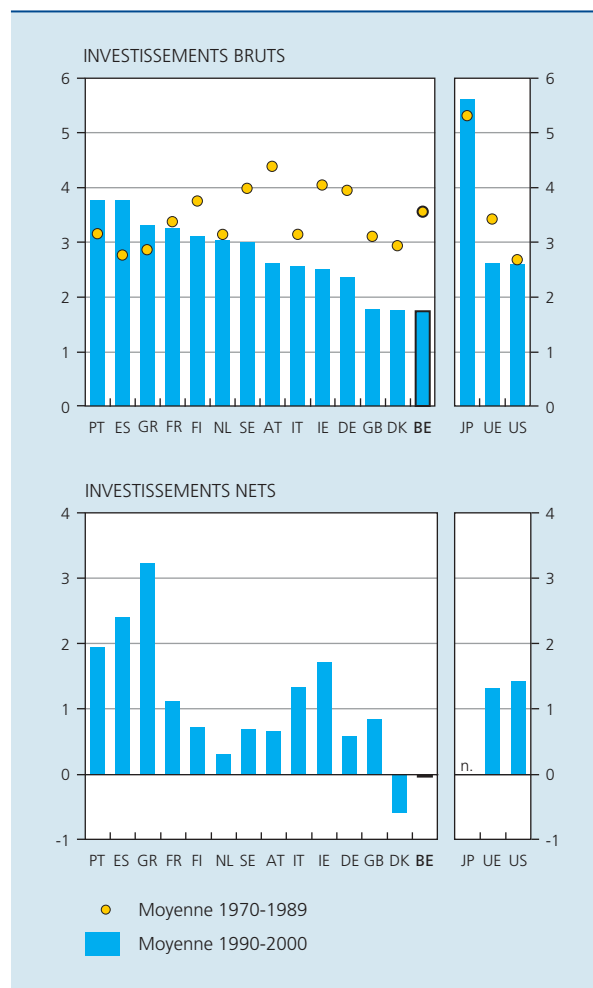
Au sein de l'UE, les « dépenses les plus productives » sont les plus hautes dans les pays scandinaves, au Portugal et en France, tandis que le Royaume-Uni y consacre le moins de moyens. La Belgique est très proche de la moyenne de l'UE, mais la composition de ces dépenses diffère: si le niveau des dépenses en matière d'enseignement est similaire, les dépenses dans le cadre d'une politique active de l'emploi sont en revanche supérieures et, inversement, en ce qui concerne les investissements et la recherche et

développement. L'effort des pouvoirs publics belges et européens en faveur de cette dernière catégorie est du reste nettement en deçà du niveau de 1 p.c. du PIB visé à l'horizon 2010 dans l'UE.

Les investissements publics ont également été très modestes en Belgique au cours de la période plus longue comprise entre 1990 et 2000: de même qu'au Royaume-Uni et au Danemark, ils n'ont représenté que 1,7 p.c. du PIB. Dans l'UE, ils atteignent, comme aux États-Unis, 2,6 p.c., alors qu'au Japon, avec 5,6 p.c., leur niveau est atypiquement élevé.

Si, dans l'UE, le Portugal, l'Espagne et la Grèce affichent le niveau d'investissements publics le plus élevé, il faut néanmoins relever que ces pays sont dotés d'une infrastructure relativement moins développée, qui requiert un rattrapage, au financement duquel, d'ailleurs, contribuent

GRAPHIQUE 65 INVESTISSEMENTS PUBLICS
(pourcentages du PIB)



Source : CE.

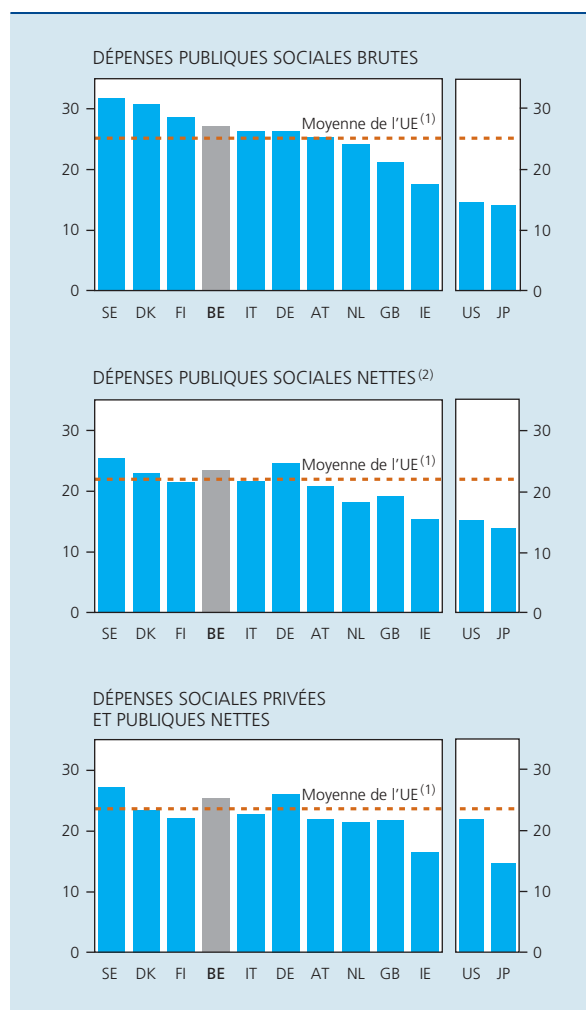
largement les fonds structurels et de cohésion du budget de l'UE. Le contraste entre la Belgique et les pays économiquement plus comparables, comme la France, la Finlande, les Pays-Bas et la Suède, où l'effort d'investissement des pouvoirs publics représente 3 p.c., voire un peu plus, mérite plus d'attention.

Si de 1970 à 1989, les investissements publics en Belgique se sont établis à un niveau semblable à celui de l'UE, ils sont tombés au niveau le plus bas de l'Union par la suite. De surcroît, lorsque la dépréciation du stock de capital est prise en compte, on constate que les investissements nets des amortissements ont été en moyenne légèrement négatifs en Belgique au cours de la décennie écoulée et, partant, que le stock de capital public s'est réduit, à comparer avec un accroissement annuel de 1,3 p.c. de PIB dans l'UE. La persistance d'un tel écart par rapport aux principaux concurrents est susceptible à la longue de miner le potentiel de croissance de l'économie belge, qui ne peut exploiter pleinement les avantages de sa position géographique au sein du marché unique européen que moyennant une infrastructure publique suffisamment développée.

À côté de ces dépenses dites «les plus productives», les pouvoirs publics consacrent également une part substantielle de leurs moyens à des dépenses sociales. Il existe dans ce domaine des différences internationales importantes : la part dans le PIB varie de 15 p.c. à peine aux États-Unis et au Japon, à quelque 30 p.c. dans les pays scandinaves de l'UE, en passant par 20 p.c. environ au Royaume-Uni et en Irlande; le niveau enregistré en Belgique dépasse légèrement la moyenne de l'UE, qui s'élève à 25 p.c.

Des travaux de l'OCDE font toutefois apparaître que ces chiffres, fréquemment cités, surestiment les différences internationales en matière d'incidence budgétaire de la politique sociale des pouvoirs publics. Il convient, en effet, de tenir compte non seulement des transferts sociaux au sens strict, mais aussi des impôts ou cotisations sociales qui sont éventuellement prélevés sur ceux-ci, de même que des avantages sociaux qui sont parfois accordés sous la forme de réductions fiscales. Si l'on englobe toutes ces formes d'interventions des pouvoirs publics, les différences entre la plupart des États membres de l'UE s'amenuisent, et l'écart entre l'UE et les États-Unis revient de

GRAPHIQUE 66 DÉPENSES SOCIALES
(pourcentages du PIB, 1997)



Source : OCDE.

(1) À l'exclusion de la France, de l'Espagne, de la Grèce, du Luxembourg et du Portugal.

(2) Dépenses publiques sociales brutes, diminuées des prélèvements sur les transferts sociaux et majorées des avantages sociaux accordés sous la forme d'une réduction fiscale.

11 à 7 points du PIB. Les disparités en termes de dépenses à caractère social se réduisent encore lorsque, outre l'intervention financière des pouvoirs publics, on considère également les régimes privés d'assurance contre les risques sociaux. Dans ce dernier cas, la différence entre les États-Unis et l'UE se limite à quelque 2 p.c. du PIB.



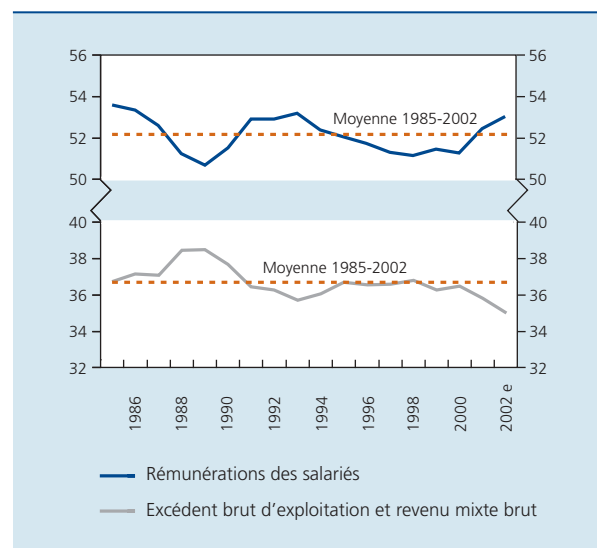
7. Synthèse des opérations par secteur

Ce chapitre propose une synthèse des comptes des opérations courantes et en capital des principaux secteurs de l'économie. Ces comptes reprennent l'ensemble des ressources disponibles et l'utilisation qui en est faite à des fins de consommation ou de formation brute de capital. Les opérations courantes et en capital des secteurs intérieurs avec le reste du monde sont par ailleurs appréhendées au moyen des données de la balance des paiements.

Le revenu disponible des différents secteurs est constitué d'une part, des revenus primaires, d'autre part, des transferts courants. Les revenus primaires découlent de la participation directe des agents économiques au processus de production, ainsi que de la mise à disposition d'autres secteurs institutionnels d'actifs financiers ou d'actifs corporels non produits, comme les terrains. Les transferts courants résultent des opérations de redistribution, dans lesquelles les pouvoirs publics jouent un rôle majeur.

Les diverses composantes du revenu primaire réagissent à des degrés divers aux mouvements conjoncturels. Ainsi, les rémunérations des salariés sont moins sensibles aux fluctuations de l'activité économique que les revenus des indépendants et les ressources que les sociétés dégagent de leur activité. En raison des rigidités qui prévalent sur le marché du travail, le nombre d'emplois salariés ne s'adapte pas instantanément et parfaitement aux développements conjoncturels. Comme on l'explique dans d'autres chapitres, ce déphasage peut aussi être renforcé par les inerties inhérentes aux mécanismes d'indexation et au rythme bisannuel de conclusion des accords salariaux. En 2001 et 2002, années caractérisées par un faible taux de croissance de l'activité, la part des rémunérations des salariés dans le PIB nominal s'est ainsi accrue, passant de 51,3 p.c. en 2000 à respectivement 52,5 et 53 p.c. Le niveau atteint pour l'année sous revue est supérieur à la moyenne enregistrée sur la période de 1985 à 2002 et

GRAPHIQUE 67 RÉMUNÉRATIONS DES SALARIÉS, EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION ET REVENU MIXTE BRUT DANS L'ÉCONOMIE⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

(1) Outre les rémunérations des salariés, l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte brut, les revenus primaires comprennent également les impôts indirects nets de subsides. L'addition de l'ensemble de ces revenus primaires donne le PIB aux prix du marché.

proche de celui observé de 1991 à 1993, années durant lesquelles l'activité s'était également ralentie.

En contrepartie de la hausse des rémunérations des salariés en proportion du PIB, la part de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte brut – qui comprennent notamment les ressources découlant de l'activité des sociétés et les rémunérations du travail et du capital des indépendants – s'est contractée durant les deux dernières années, revenant à 35 p.c. en 2002, soit un niveau sensiblement inférieur à la moyenne observée depuis 1985.

TABEAU 33 REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS ET DES SOCIÉTÉS À PRIX COURANTS

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

	1998	1999	2000	2001	2002 e	p.m. 2002 e, milliards d'euros
<i>Particuliers</i>						
Revenu primaire brut	3,2	3,6	5,3	3,5	2,9	204,7
Salaires et traitements	3,4	5,2	4,6	5,1	4,0	142,1
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut	1,6	2,9	3,7	2,4	0,9	40,2
Revenu de la propriété mobilière ⁽¹⁾	5,3	-3,7	12,8	-3,5	-0,7	22,4
Transferts courants ⁽¹⁾	5,8	4,9	6,5	5,7	0,7	-38,1
Revenu disponible brut	2,7	3,4	5,1	3,0	3,4	166,6
<i>p.m. À prix constants</i> ⁽²⁾	1,6	2,1	2,7	0,5	1,4	146,7
<i>Sociétés</i>						
Revenu primaire brut	5,4	3,8	3,0	-0,8	-0,6	41,7
Excédent brut d'exploitation ⁽³⁾	7,0	3,4	7,6	-0,6	0,2	47,3
Revenu de la propriété mobilière ⁽¹⁾	32,6	-0,7	66,6	0,8	6,7	-5,7
Transferts courants ⁽¹⁾	33,4	-4,7	7,6	-3,1	-2,1	-6,9
Revenu disponible brut	0,7	5,6	2,1	-0,3	-0,3	34,7

Sources : ICN, BNB.

(1) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les revenus ou les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs.

(2) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers, aux prix de 1995.

(3) Y compris la valeur négative de l'excédent brut d'exploitation des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM).

Les revenus du travail générés dans le cadre du processus de production bénéficient presque exclusivement aux particuliers, et représentent quelque 70 p.c. de leurs ressources. En 2002, comme l'année précédente, cette prépondérance des revenus du travail a permis aux particuliers de maintenir la progression de leur revenu primaire à un rythme proche de 3 p.c. La hausse des rémunérations a certes été freinée par la stabilisation du nombre de personnes occupées, mais elle s'est encore élevée à 4 p.c., alors que l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte brut des particuliers n'ont augmenté au total que de 0,9 p.c. Les revenus nets de la propriété mobilière ont régressé de 0,7 p.c., principalement en raison de la poursuite de la baisse des rendements sur les actifs tant de court que de long termes.

Les transferts courants nets versés par les particuliers ont augmenté de 0,7 p.c. en 2002, contre 5,7 p.c. en 2001. L'évolution des impôts et des cotisations sociales a été influencée par le ralentissement de la croissance de la masse salariale et par des mesures d'allègements fiscaux et parafiscaux. Les prestations sociales dont ont bénéficié les particuliers se sont quant à elles accrues un peu plus rapidement qu'en 2001. La progression du revenu disponible s'est ainsi quelque peu accélérée au

cours de l'année sous revue. Compte tenu de l'évolution du déflateur de la consommation privée, le pouvoir d'achat des particuliers a crû de 1,4 p.c. en 2002, soit une hausse de près de 1 point plus rapide que celle de l'année précédente.

Le revenu disponible des sociétés a évolué de manière moins favorable, puisqu'il a diminué légèrement, comme en 2001. D'une part, les charges nettes des sociétés sous la forme principalement d'intérêts et de dividendes se sont alourdies, d'autre part, l'excédent brut d'exploitation des sociétés s'est quasiment stabilisé, après avoir légèrement régressé l'année précédente.

Cette stabilisation résulte d'un élargissement de la marge brute d'exploitation, alors que le volume des ventes s'est contracté tant à l'exportation que sur le marché intérieur. Les prix de vente se sont certes très légèrement contractés, de 0,1 p.c., mais dans le même temps, les coûts par unité vendue se sont abaissés un peu plus fortement. Cette baisse simultanée doit être mise en relation avec l'évolution des prix des échanges extérieurs qui se sont tassés tant à l'exportation qu'à l'importation. Le repli des coûts a néanmoins été ralenti par la progression soutenue des coûts d'origine intérieure, qui comme en 2001 s'est établie



à un peu plus de 2,5 p.c., la hausse des coûts salariaux par unité produite demeurant relativement importante.

Le solde obtenu par différence entre les ressources d'un secteur, c'est-à-dire son revenu disponible, et ses dépenses, parmi lesquelles figurent principalement ses dépenses de consommation finale et sa formation brute de capital fixe, représente les moyens dégagés à des fins de placements financiers, ou, s'il est négatif, le besoin de financement.

Dans le cas des particuliers, la part des dépenses de consommation s'est quelque peu réduite, revenant à 54,3 p.c. du PIB, de sorte que celle de l'épargne a augmenté un peu plus rapidement que la progression du revenu disponible brut, affichant une hausse d'un demi-point de PIB. Exprimée en pourcentage du revenu disponible, l'épargne des particuliers s'est chiffrée à 15,7 p.c. en 2002, contre 15 p.c. l'année précédente. Le total des dépenses d'investissement en logements et des transferts en capital a également accusé un léger recul en proportion du PIB, de sorte que la capacité de financement des particuliers s'est améliorée de 0,6 point, passant de 3,4 à 4 p.c. du PIB.

De même que les particuliers, les sociétés ont accru leur capacité de financement, qui est passée de 0,7 p.c. du PIB à 1,7 p.c. en 2002. La contraction de la formation brute

de capital de ce secteur dans le PIB nominal a en effet largement excédé la baisse de son revenu disponible.

Au total, compte tenu de la détérioration de 0,4 point du solde des pouvoirs publics commentée dans le chapitre traitant des finances publiques, les secteurs intérieurs ont majoré de 1,3 point leur financement au reste du monde, qui a atteint 5,7 p.c. du PIB.

L'évolution du prêt net au reste du monde établi au moyen des données de la balance des paiements corrobore celle de la capacité de financement des secteurs intérieurs calculée sur la base des comptes nationaux. Exprimé en proportion du PIB, le prêt net a progressé de 1,4 point en 2002; en termes nominaux, il a atteint 14,2 milliards d'euros, contre 10,2 milliards l'année précédente.

Parmi les composantes du prêt net au reste du monde, le compte de capital a présenté un déficit de 0,1 milliard d'euros, alors qu'en 2001, grâce notamment à des recettes non récurrentes liées à la vente d'une licence de téléphonie mobile et au développement du réseau TGV, il avait été en équilibre. L'excédent des opérations courantes a, quant à lui, fortement progressé, pour s'établir à 14,3 milliards d'euros, soit le niveau la plus élevé depuis 1995, date à partir de laquelle la balance des paiements courants a été établie pour la Belgique seule, plutôt que pour l'ensemble de l'UEBL.

TABLEAU 34 DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	1998	1999	2000	2001	2002 e
Marge brute d'exploitation par unité vendue ⁽¹⁾	2,3	-0,3	1,2	-1,4	0,7
Prix de vente unitaire ⁽¹⁾	-0,2	1,0	6,3	1,5	-0,1
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	0,8	2,1	2,7	1,6	0,8
À l'exportation	-1,1	0,0	9,7	1,4	-1,0
Coûts par unité produite ⁽¹⁾	-0,5	1,2	7,0	1,9	-0,3
Biens et services importés ⁽²⁾	-2,3	0,7	11,8	1,4	-2,2
Coûts d'origine intérieure par unité produite ⁽¹⁾⁽³⁾	0,9	1,7	0,4	2,6	2,7
dont: Coûts salariaux unitaires	1,6	2,0	0,6	4,6	3,0
Ventes finales à prix constants	4,6	3,8	6,3	0,9	-0,5
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	3,4	2,5	4,4	0,6	-0,1
À l'exportation	5,9	5,0	8,2	1,1	-0,8
Excédent brut d'exploitation des sociétés	7,0	3,4	7,6	-0,6	0,2

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris les variations de stocks.

(2) Exprimés en monnaie nationale.

(3) Outre les rémunérations, ce poste reprend les impôts indirects nets de subsides et le revenu mixte brut des ménages.

TABLEAU 35 BESOIN (-) OU CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES DIFFÉRENTS SECTEURS

(pourcentages du PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002 e
<i>Particuliers</i>					
1. Revenu disponible brut ⁽¹⁾	64,5	63,7	63,7	64,0	64,2
2. Dépenses de consommation finale	54,3	53,7	54,1	54,4	54,3
3. Épargne brute (1 – 2)	10,1	10,0	9,6	9,5	10,0
<i>p.m. Taux d'épargne</i> ⁽²⁾	15,8	15,8	15,2	15,0	15,7
4. Formation brute de capital et transferts en capital ⁽³⁾	6,1	6,0	6,1	6,1	5,9
5. Capacité de financement (3 – 4)	4,0	4,0	3,5	3,4	4,0
<i>Sociétés</i>					
1. Revenu disponible brut ⁽¹⁾	13,9	14,0	13,7	13,1	12,7
2. Formation brute de capital et transferts en capital ⁽³⁾	11,8	12,1	13,0	12,4	11,0
3. Capacité de financement (1 – 2)	2,1	1,9	0,7	0,7	1,7
<i>Pouvoirs publics</i>					
Besoin (-) ou capacité de financement	-0,7	-0,5	0,1	0,4	0,0
<i>Ensemble des secteurs intérieurs</i>					
Capacité de financement	5,3	5,4	4,3	4,4	5,7

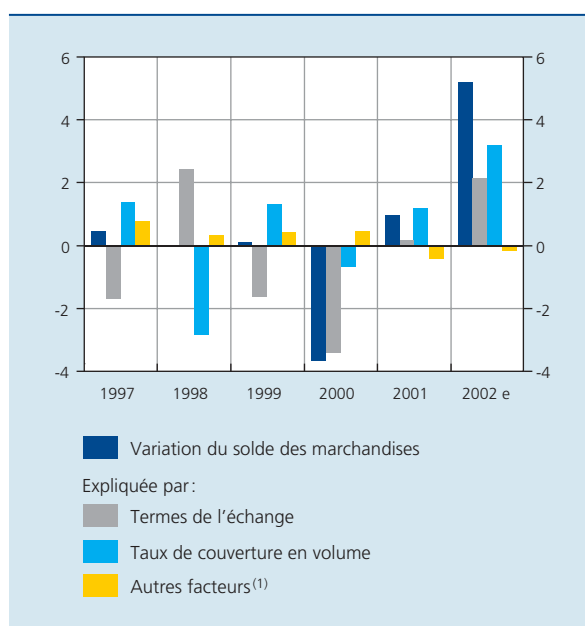
Sources : ICN, BNB.

(1) Y compris les variations des droits des particuliers sur les fonds de pension.

(2) Épargne brute exprimée en pourcentage du revenu disponible.

(3) Y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits. Ces derniers comprennent, par exemple, les terrains ou les brevets et fonds de commerce. Les transferts en capital sont nets, c'est-à-dire qu'il s'agit de la différence entre les transferts versés à d'autres secteurs et ceux reçus d'autres secteurs.

Les mouvements du solde des opérations courantes au cours des trois dernières années reflètent en grande partie l'évolution du résultat des opérations sur marchandises, dans laquelle les fluctuations relatives des prix à l'exportation et à l'importation ont joué un rôle important. Ainsi, en 2000, la poussée des cotations internationales des produits pétroliers, amplifiée par l'appréciation du dollar face à l'euro, avait donné lieu à une détérioration importante des termes de l'échange, la Belgique étant un importateur net de produits énergétiques. Par ailleurs, le solde des marchandises avait été aussi influencé négativement cette année-là par l'évolution des volumes. Pendant les années 2001 et 2002, tant l'évolution des prix que celle des volumes du commerce extérieur ont contribué au redressement de l'excédent dégagé par les échanges de marchandises. La contribution des prix a été nettement plus importante au cours de l'année sous revue qu'en 2001, en raison d'une diminution plus forte des prix à l'importation qu'à l'exportation : ils ont baissé respectivement de 2,9 et 1,7 p.c. Pour l'essentiel, cette amélioration des termes de l'échange résulte de l'appréciation de l'euro face au dollar, de 5,6 p.c. Un autre facteur d'explication est la reconstitution par les exportateurs de leur marge d'exploitation, qui avait été écornée par la hausse des coûts importés les années précédentes, en particulier en 2000. La contribution des évolutions en volume au redressement

GRAPHIQUE 68 CONTRIBUTIONS À LA VARIATION DU SOLDE DES OPÉRATIONS SUR MARCHANDISES
 (milliards d'euros)


Sources : ICN, BNB.

(1) Calculés par solde. Comprennent l'effet de niveau et l'effet combiné de l'évolution en volume et de celle des prix.



du solde commercial a été plus importante encore: en effet, si les exportations en volume de biens sont demeurées quasiment stables en 2001 et 2002, les importations ont reculé pendant cette période, en particulier en 2002, l'évolution anémique de la demande intérieure s'ajoutant à celle des exportations.

Les échanges de services se sont clôturés en 2002 par un surplus de 0,4 milliard d'euros, nettement inférieur à celui de 2001. Ce recul résulte principalement de celui des recettes nettes des transports sur lesquelles a pesé le ralentissement des échanges internationaux de marchandises à partir de 2001. En outre, le transport de passagers a été affecté par les attentats du 11 septembre 2001 et la faillite de sociétés aéronautiques belges. Le déficit habituel au titre des dépenses de voyage s'est également détérioré. Enfin, parmi les autres services, le résultat net a régressé pour les services aux entreprises, tels que la recherche et développement ou les conseils en marketing.

Le surplus traditionnel des paiements de revenus de facteurs entre la Belgique et l'étranger s'est élargi en 2002, passant de 6,3 milliards d'euros en 2001 à 6,8 milliards, sous l'effet principalement de l'amélioration de la rubrique des revenus de placements et d'investissements.

La position créditrice nette de la Belgique par rapport au reste du monde, alimentée par les capacités de financement dégagées année après année par les secteurs intérieurs depuis le milieu des années quatre-vingt, constitue une source croissante de revenus pour l'économie. En 2002, contrairement à l'année précédente, l'effet de l'augmentation des avoirs nets, indépendamment des changements de valorisation, a été renforcé par celui de l'évolution des rendements. En particulier, la baisse des taux à court terme a allégé les charges sur la dette nette à court terme, les engagements extérieurs étant plus importants que les avoirs pour cette catégorie.

En outre, le boni dégagé par les revenus du travail, qui correspondent pour la plus large part aux salaires payés par les institutions européennes à leur personnel résidant en Belgique, s'est de nouveau élargi en 2002, à concurrence de 0,1 milliard d'euros.

TABLEAU 36 PRÊT NET AU RESTE DU MONDE SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS
(soldes, milliards d'euros)

	1998	1999	2000	2001	2002 e	Neuf premiers mois	
						2001	2002
1. Compte courant	11,9	12,0	10,2	10,2	14,3	7,1	11,4
Biens et services	9,6	10,2	7,5	8,3	11,8	5,8	9,3
Biens	8,8	8,9	5,3	6,2	11,5	4,1	9,3
Services	0,7	1,3	2,3	2,0	0,4	1,7	0,0
Transports	1,9	2,1	2,1	1,7	n.	1,5	0,6
Voyages	-3,3	-3,1	-3,1	-3,2	n.	-2,8	-3,2
Autres services	2,1	2,3	3,2	3,6	n.	3,1	2,6
Revenus	6,2	6,1	6,8	6,3	6,8	4,5	5,7
Revenus du travail	2,7	3,0	3,0	3,2	3,3	2,4	2,5
Revenus des placements et d'investissements	3,5	3,1	3,8	3,1	3,6	2,2	3,2
Transferts courants	-3,8	-4,3	-4,2	-4,4	-4,4	-3,3	-3,6
Pouvoirs publics	-2,9	-3,2	-3,3	-3,3	-3,2	-2,6	-2,8
Autres secteurs	-0,9	-1,2	-0,9	-1,0	-1,2	-0,6	-0,8
2. Compte de capital	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	11,8	11,9	10,0	10,2	14,2	7,0	11,3
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	5,3	5,0	4,1	4,0	5,4	3,7	5,8
<i>p.m. Idem, selon les comptes nationaux</i>	5,3	5,4	4,3	4,4	5,7	4,4	6,5

Sources: ICN, BNB.

Le déficit des transferts courants s'est stabilisé à 4,4 milliards d'euros, en l'absence de variation significative des transferts publics ou privés. La principale source de transferts publics de la Belgique au reste du monde a consisté, comme de coutume, dans la contribution nette au budget de l'UE : aussi bien le montant des transferts reçus de l'UE, liés principalement à la politique agricole, que celui des transferts versés au budget européen sont demeurés relativement stables. Pour ces derniers, la modification du mode de financement du budget de l'UE, dont il a déjà été fait mention, a néanmoins entraîné une diminution des paiements au titre de la contribution basée sur la TVA et, en contrepartie, une augmentation de la contribution liée au PNB.



8. Comptes et marchés financiers

8.1 Structure financière de la Belgique et de la zone euro

La compréhension de la transmission des impulsions de politique monétaire au sein d'une économie exige une bonne connaissance de sa structure financière. Dans le cas de la zone euro, caractérisée par une politique monétaire unique et des structures financières nationales susceptibles de diverger, cette connaissance revêt encore plus d'importance.

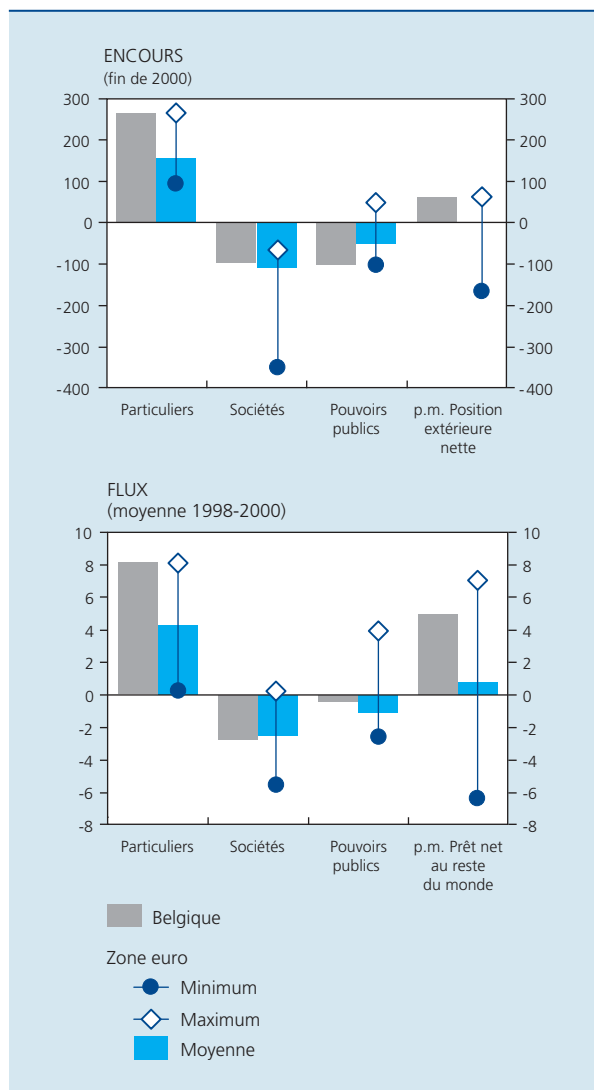
L'Eurosystème a ainsi analysé, dans une étude publiée par la BCE en décembre 2002 – *Report on financial structures* –, la structure financière de la zone euro et de chacun des pays membres à partir d'une grille commune, recourant dans la mesure du possible à des statistiques harmonisées. Cette étude a montré que les systèmes financiers des pays membres partagent de nombreuses caractéristiques, en particulier l'importance de l'intermédiation financière, en dépit d'un recours croissant des secteurs non financiers aux marchés de capitaux pour leurs opérations de placement et de financement. L'intermédiation bancaire traditionnelle reste prédominante en termes d'encours, mais d'autres formes d'intermédiation financière se sont fortement développées, au travers des OPC, des compagnies d'assurances ou des fonds de pension, les banques y jouant, il est vrai, souvent un rôle considérable. Les systèmes financiers des pays de la zone euro n'en demeurent pas moins distincts, marqués par leur héritage économique, institutionnel et législatif.

En Belgique comme dans la zone en moyenne, les particuliers sont le seul secteur non financier résident qui soit créditeur, couvrant, en tout ou en partie, les positions débitrices des sociétés et des pouvoirs publics. La Belgique se distingue cependant par l'ampleur des positions de deux des trois secteurs.

Tout d'abord, les particuliers belges disposent d'actifs financiers nets considérables : à 264 p.c. du PIB, leur position nette était, à la fin de 2000, la plus élevée des pays de la zone euro considérés dans l'étude, et largement au-dessus de la moyenne, de 156 p.c., de cet ensemble. Cette situation patrimoniale explique notamment qu'en cas de hausse des taux d'intérêt, l'effet de revenu sur les dépenses de consommation soit largement positif, les ménages percevant plus de revenus d'intérêts qu'ils n'en paient, et compense l'effet de substitution négatif, par lequel la consommation tend à être postposée, eu égard au renchérissement du crédit ou aux opportunités plus attractives de placements. Ensuite, si les sociétés belges présentaient, à la fin de 2000, un passif net de 99 p.c. du PIB, semblable à la moyenne européenne, la dette nette des pouvoirs publics – un concept qui diffère de celui dont ne sont pas déduites les créances desdits pouvoirs sur les autres secteurs, auquel se réfère le traité de Maastricht – était, à 102 p.c. du PIB, parmi les plus hautes de la zone euro. Les évolutions divergentes des positions financières des particuliers et des pouvoirs publics laissent présumer la présence d'un effet dit d'équivalence ricardienne dans le passé récent de l'économie belge, par lequel les particuliers ont accru leur épargne de 1989 à 1993, en prévision de l'assainissement budgétaire à venir, puis réduit celle-ci, jusqu'en 2001, lorsque les efforts de consolidation budgétaire ont sorti leurs effets bénéfiques.

La position créditrice des particuliers est de loin supérieure à ce que nécessite la couverture des soldes débiteurs des deux autres secteurs intérieurs, de sorte qu'à la différence de la zone euro, dont la position extérieure est équilibrée, l'économie belge a de très importantes créances nettes sur le reste du monde, soit quelque 62 p.c. du PIB à la fin de 2000.

GRAPHIQUE 69 ACTIFS FINANCIERS NETS DES SECTEURS NON FINANCIERS
(pourcentages du PIB)



Source : BCE, *Report on financial structures*, décembre 2002⁽¹⁾.

(1) La période de référence de cette source porte sur les années 1998 à 2000 pour les flux et 2000 pour les encours (chiffres arrêtés à la fin de juillet 2002). Les données de la zone euro sont établies hors Grèce, Irlande et Luxembourg.

En Belgique, les flux financiers nets au cours de la période 1998-2000 ont en partie conforté les positions existantes en termes d'encours. Ainsi, en dépit de la baisse de leur taux d'épargne, les particuliers ont dégagé sur cette période un surplus financier considérable, alors que les sociétés n'ont accru leur endettement net que dans une mesure légèrement supérieure à la moyenne des sociétés de la zone euro. La différence la plus marquante entre flux et encours concerne les pouvoirs publics, dont le déficit financier, en voie de résorption, s'est situé en moyenne, durant la période susvisée, sensiblement au-dessous de celui de la zone. Finalement, le prêt net de l'économie

belge au reste du monde, qui correspond au solde des opérations courantes et du compte de capital de la balance des paiements, est demeuré substantiel, continuant dès lors à alimenter la position extérieure créditrice de la Belgique.

8.2 Sociétés

Structure du financement externe et évolution récente

Les sociétés belges ont une structure de financement externe assez similaire à celle des sociétés de la zone euro. Les actions constituent de loin la principale source de financement. Comme elles font l'objet, dans les comptes financiers, d'une évaluation qui se réfère aux prix du marché, leur part dans le total à la fin de 2000 était cependant fortement influencée par le niveau élevé des cours boursiers. La prépondérance des actions semble plus marquée en Belgique, où elles représentaient 73,8 p.c. des moyens mis à la disposition des sociétés, contre 59,3 p.c. pour l'ensemble de la zone euro. Cette ampleur s'explique par l'importance des actions non cotées comme instrument de financement pour les nombreuses PME que compte la Belgique, puisque ces actions constituaient plus de 65 p.c. de l'encours total des actions émises. Toutefois, la comparaison avec la zone euro, dont le tissu entrepreneurial repose aussi en bonne partie sur les PME, est faussée par un recensement des actions non cotées moins complet dans d'autres pays qu'en Belgique.

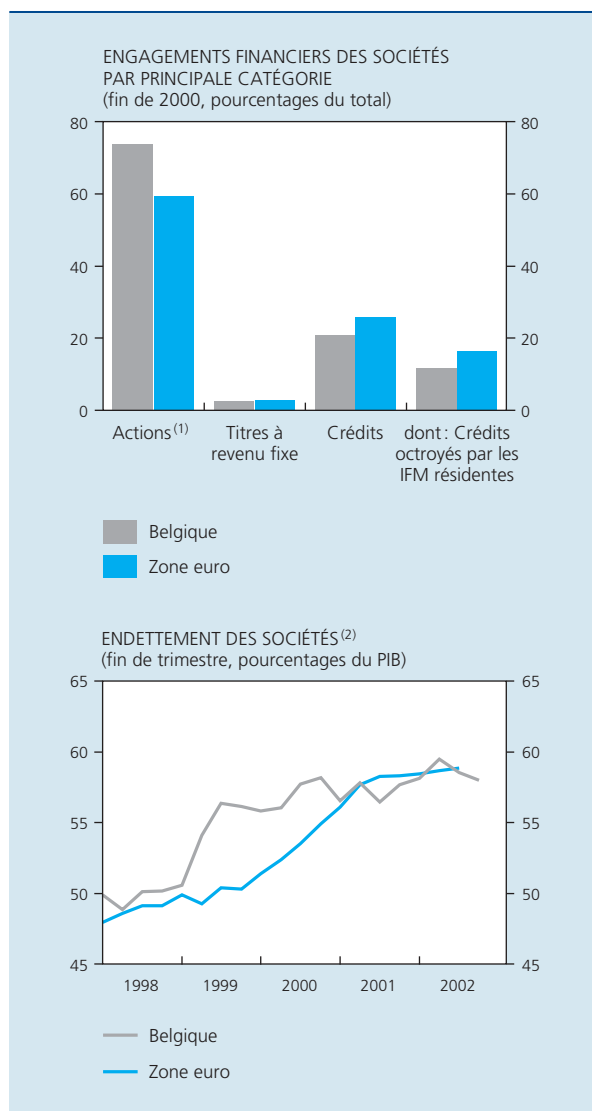
Par ailleurs, les crédits, surtout bancaires, demeurent de loin la principale forme d'endettement des sociétés belges et européennes. Les émissions de titres à revenu fixe, bien que stimulées par le lancement de l'euro, restent encore confinées dans un rôle marginal. Il est enfin intéressant de noter que, tant en Belgique que dans les autres pays de la zone, la part des crédits octroyés par des entités situées hors du territoire national n'est pas négligeable : de l'ordre de 8 p.c. du financement externe des sociétés à la fin de 2000. Ce fait témoigne de l'intégration financière de ces pays dans l'économie mondiale. Dans le cas de la Belgique, les crédits reçus de l'étranger prennent fréquemment la forme de prêts d'entreprises liées, notamment à des centres de coordination.

L'endettement des sociétés belges a sensiblement augmenté à la fin des années nonante. Si l'on se limite au total des crédits accordés par les institutions financières de la zone euro et des titres à revenu fixe, il est en effet passé de 49,9 p.c. du PIB à la fin de 1997 à 58 p.c. à la fin de septembre 2002. Selon cette même définition,



l'endettement des sociétés européennes a crû dans des proportions identiques, bien que plus tardivement; depuis 2001, son niveau est redevenu semblable à celui des sociétés belges. Par ailleurs, sur la base d'un concept plus large, celui du total des crédits et titres à revenu fixe, l'étude précitée de l'Eurosystème constate que l'endettement des sociétés est plus prononcé dans la zone euro qu'aux États-Unis - 74 p.c. du PIB contre 66 p.c. à la fin de 2000.

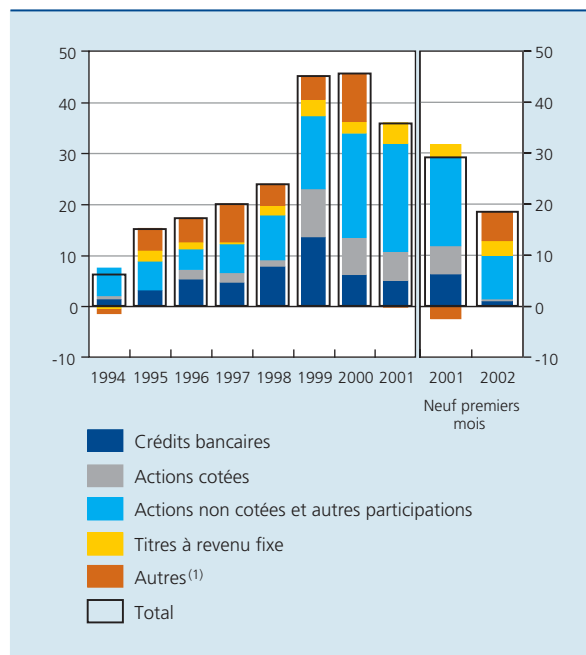
GRAPHIQUE 70 FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS



Sources : BCE, notamment *Report on financial structures*, décembre 2002⁽³⁾; BNB.
 (1) Actions cotées et non cotées évaluées aux prix du marché, ou selon des méthodes qui s'en approchent.
 (2) Crédits octroyés par les institutions financières de la zone euro et titres à revenu fixe.
 (3) La période de référence de cette source est l'année 2000 pour les encours (chiffres arrêtés à la fin de juillet 2002). Les données de la zone euro sont établies hors Grèce, Irlande et Luxembourg.

GRAPHIQUE 71 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS BELGES

(milliards d'euros)



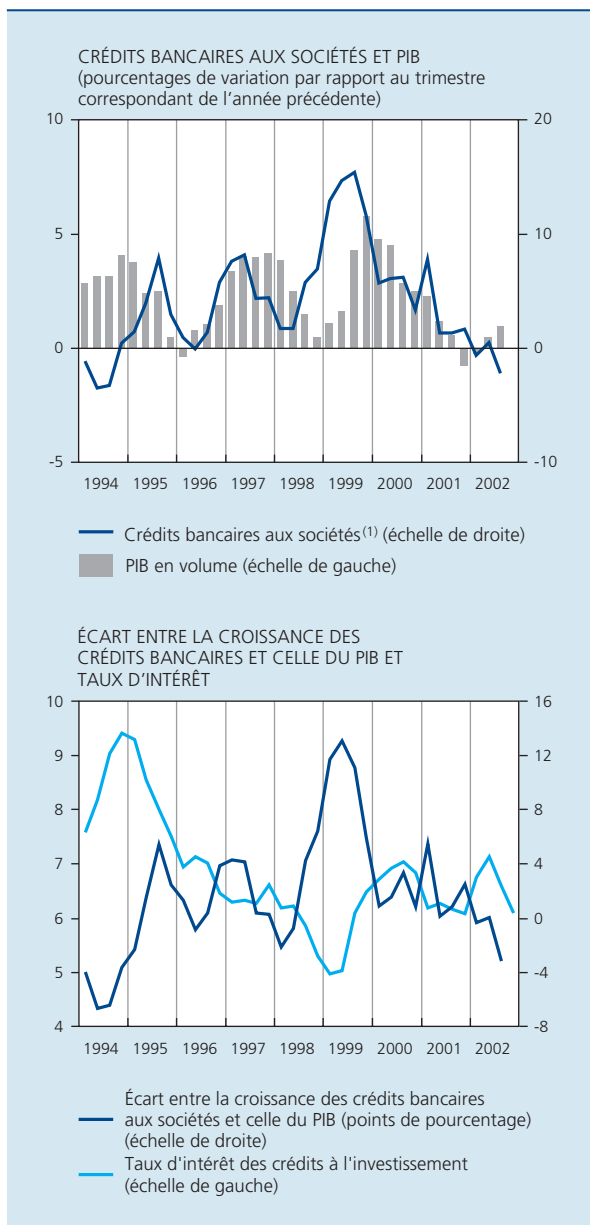
Source : BNB.
 (1) Cette rubrique comprend notamment les prêts reçus de sociétés liées sises à l'étranger et les autres comptes à payer au sens du SEC 95.

Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, dans un contexte économique et financier marqué par de grandes incertitudes, la croissance des engagements financiers des sociétés belges s'est inscrite à la baisse, revenant à un peu moins de 19 milliards d'euros, contre quelque 29 milliards au cours de la période correspondante de 2001. Ce recul provient intégralement du reflux du recours au crédit bancaire et au capital à risque. Ainsi, les émissions nettes d'actions cotées se sont tariées, tandis que celles d'actions non cotées se sont réduites de plus de la moitié. En revanche, les nouveaux engagements sous la forme de titres à revenu fixe et de prêts en provenance d'entreprises liées sises à l'étranger, le cas échéant à destination de leur centre de coordination établi en Belgique, se sont inscrits à la hausse.

Crédits bancaires

L'octroi net de crédits aux sociétés belges, par les établissements de crédit belges et étrangers, n'a cessé de baisser depuis le sommet de 1999. Le marché du crédit avait alors été soutenu non seulement par une conjoncture en hausse et par de bas taux d'intérêt, mais aussi par des mouvements de fusion et d'acquisition, qui avaient

GRAPHIQUE 72 CRÉDITS BANCAIRES AUX SOCIÉTÉS BELGES, PIB ET TAUX D'INTÉRÊT



Source : BNB.

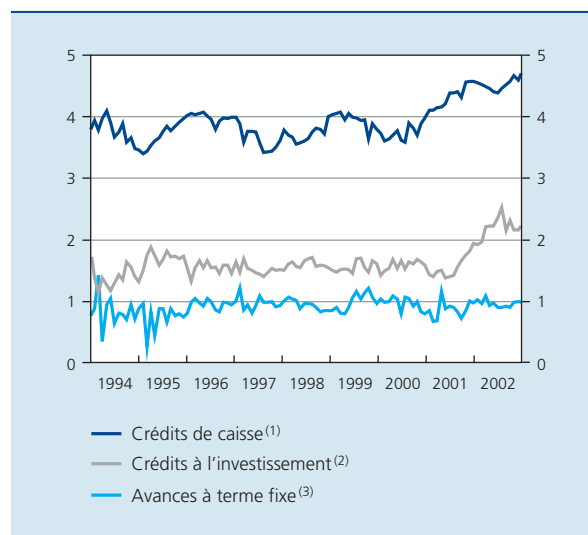
(1) Crédits accordés par les établissements de crédit belges et étrangers, données à fin de trimestre corrigées pour l'effet des variations de cours de change et des reclassements sectoriels et divisées par le déflateur du PIB.

été stimulés en Europe par l'introduction de la monnaie unique. D'une part, des sociétés belges avaient eu recours au crédit pour financer le rachat de sociétés étrangères, investissements directs qui, il faut le souligner, étaient restés en deçà de ceux émanant de l'étranger. D'autre part, des crédits avaient vraisemblablement été mobilisés par des centres de coordination établis en Belgique en vue de participer au financement de fusions et acquisitions

réalisées par leur société mère à l'étranger. À mesure que s'estompait l'incidence de ces facteurs et que la croissance économique se ralentissait, l'octroi de crédit a reculé, revenant d'abord à un niveau plus conforme à sa moyenne historique, diminuant ensuite au point de provoquer, au cours de l'année sous revue, une contraction de l'encours en termes réels, sur une base annuelle, pour la première fois depuis 1994.

Cette contraction a sans doute résulté de la faiblesse de l'activité économique et peut avoir été accentuée par la hausse temporaire du coût du crédit au premier semestre de 2002. En effet, dans une période de conjoncture hésitante, la croissance du crédit est freinée par des facteurs liés tant à la demande qu'à l'offre. S'il est impossible de mesurer l'importance relative de ces deux effets, la réduction de la demande de crédit par les entreprises, qui reportent des investissements ou des achats dans l'attente d'une reprise économique, est vraisemblablement prépondérante. Toutefois, comme en atteste le relèvement des écarts de taux d'intérêt par rapport aux placements sans risque, les établissements de crédit semblent avoir adopté une attitude plus prudente dans l'offre de crédit. Le climat économique moins favorable, l'anticipation du nouvel accord de Bâle, mais aussi les

GRAPHIQUE 73 ÉCART ENTRE LES TAUX D'INTÉRÊT SUR LES CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS BELGES ET SUR LES INSTRUMENTS DE LA DETTE PUBLIQUE (points de pourcentage)



Source : BNB.

(1) Écart par rapport au taux d'intérêt des certificats de trésorerie à trois mois.

(2) Écart par rapport au taux de rendement de l'OLO à cinq ans.

(3) Écart par rapport au taux d'intérêt des certificats de trésorerie à six mois.

déconvenues provoquées par certains crédits consentis à la fin de la décennie écoulée, les y ont probablement incités. L'élargissement des marges pourrait cependant aussi avoir résulté d'une adaptation aux conditions en vigueur dans les pays voisins.

Depuis le début de l'année sous revue, les marges sur les crédits de caisse, instrument a priori plus particulièrement adapté aux PME, ainsi que sur les crédits à l'investissement, sont restées à des niveaux sensiblement plus élevés que par le passé, tandis que les taux d'intérêt sur les avances à terme fixe, réservées davantage aux entreprises de grande notoriété, ont continué à s'adapter, rapidement et intégralement, aux variations des taux du marché monétaire.

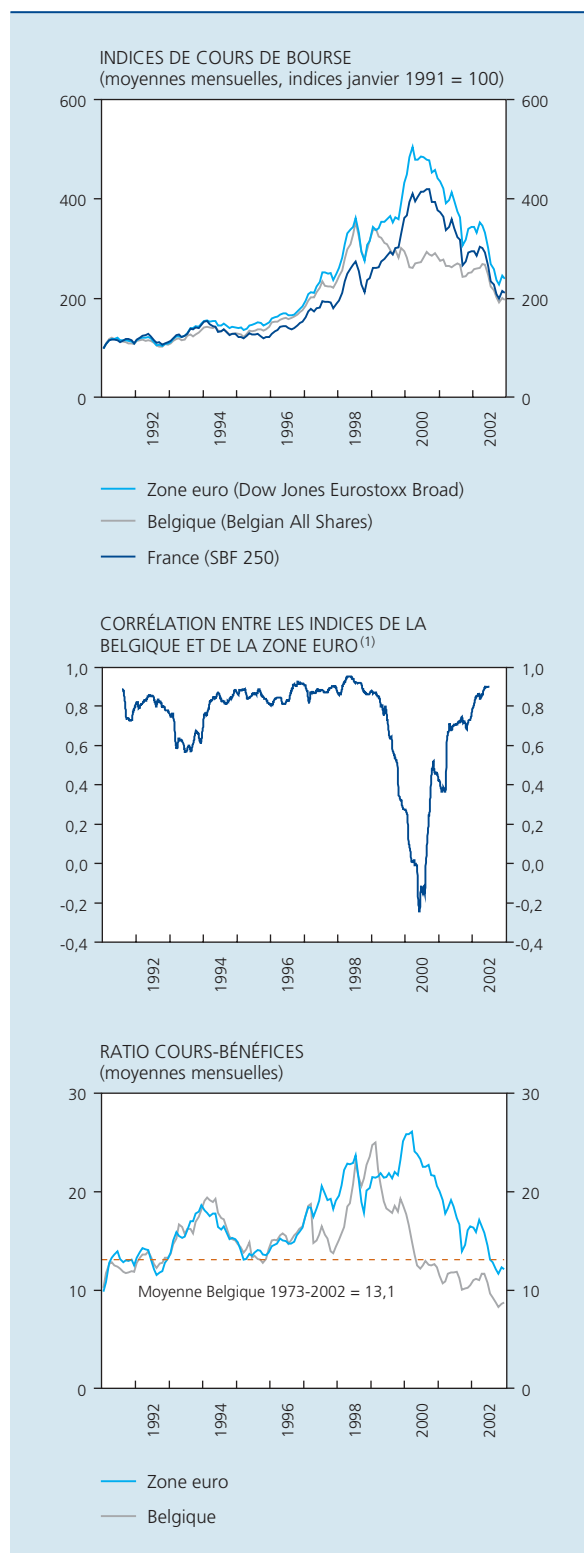
Actions

Le tarissement des émissions nettes d'actions cotées est lié aux turbulences qui ont secoué la bourse de Bruxelles, au même titre que les principales places mondiales, tout au long de l'année sous revue. De décembre 2001 à décembre 2002, l'indice large d'Euronext Brussels a ainsi perdu 21,9 p.c., ce qui est toutefois moins que les pertes enregistrées par les indices comparables de la zone euro et de la bourse de Paris, principale place constituante d'Euronext, à savoir respectivement 30,3 et 28,4 p.c.

Cette performance relativement meilleure de la bourse de Bruxelles doit cependant être appréciée en tenant compte du « décrochage », survenu en 1999, par rapport aux autres marchés de la zone euro. Au total, si les actions de la zone ont perdu plus de la moitié de leur valeur depuis le pic de mars 2000, les cours des actions belges n'ont décliné que de quelque 44 p.c. depuis leur sommet, mais ce dernier avait été enregistré beaucoup plus tôt, à savoir en juillet 1998, et à un niveau beaucoup plus faible.

Le décrochage de la bourse de Bruxelles avait été provoqué par les réallocations de portefeuille qui avaient suivi le lancement de l'euro, et dont la place de Bruxelles avait pâti en raison de sa faible capitalisation, de son manque de liquidité et de « valeurs phares », ainsi que de sa structure sectorielle, reposant largement sur des sociétés financières. Sur la base d'un calcul de corrélations entre les variations mensuelles des marchés belge et européens depuis le début des années nonante, le caractère exceptionnel de ce phénomène apparaît clairement. Alors que, pendant la majeure partie de cette décennie, l'évolution des cours des actions belges avait été calquée sur les tendances européennes, cette corrélation avait chuté en 1999, pour devenir faible ou inexistante en 2000. Elle est

GRAPHIQUE 74 COURS DE BOURSE EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO



Sources : Euronext Brussels, Stoxx Limited, Thomson Financial Datastream.

(1) Corrélation mobile, calculée sur un horizon centré d'un an, entre les variations sur une période de vingt jours ouvrés des indices Belgian All Shares et Dow Jones Eurostoxx Broad.

depuis lors redevenue forte, rejoignant même au cours de l'année sous revue le niveau qui était le sien dans la précédente décennie.

La bourse de Bruxelles n'a donc connu ni l'envolée des cours liée aux attentes exagérées de croissance des bénéfices dans le secteur technologique, ni la chute des cours qui avait suivi en 2000 et 2001, mais elle a davantage partagé les tendances baissières enregistrées en 2002 sur les marchés américains et européens. Au total, le niveau de valorisation des actions belges, mesuré au moyen du rapport entre les cours boursiers et les bénéfices des entreprises, est demeuré relativement faible, que ce soit par rapport à sa moyenne historique ou au ratio comparable pour les actions de la zone euro, et ce en dépit de la chute des cours de ces dernières depuis mars 2000 : en décembre 2002, ledit rapport s'établissait à 8,7 en Belgique et 12,2 dans la zone euro, contre respectivement 13,1 et 13,9 en moyenne de 1973 à 2002.

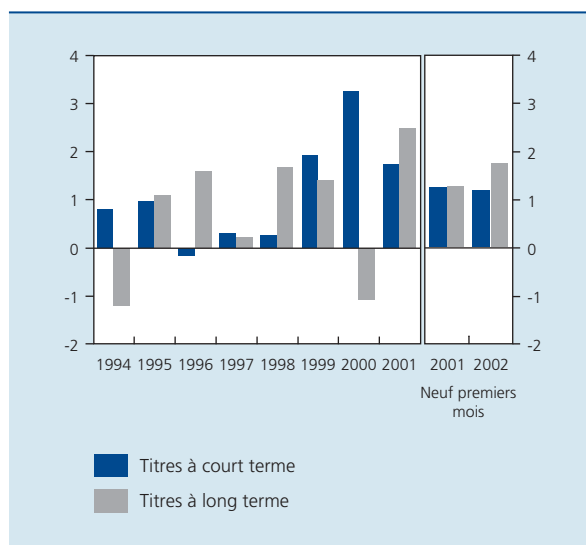
Titres à revenu fixe

En Belgique, comme dans l'ensemble de la zone euro, les sociétés n'ont encore qu'un recours limité au marché des titres à revenu fixe pour assurer leur financement externe. Sur le segment du court terme, elles font presque exclusivement appel au marché intérieur du papier commercial, sur lequel elles émettent des billets de trésorerie. Ces derniers constituent des titres d'endettement émis par tranche à partir d'un programme dont l'encours total est le plus souvent fixé initialement. Sur ledit marché, les sociétés côtoient des administrations publiques et des établissements de crédit, les titres de ces derniers étant dénommés « certificats de dépôt ».

Par ailleurs, très peu d'émissions publiques d'obligations de sociétés à long terme sont enregistrées sur la place boursière de Bruxelles – deux émissions en 2001, une en 2002. Pour leurs emprunts à long terme, les quelques grandes sociétés belges disposant d'une notation par une agence spécialisée préfèrent vraisemblablement se porter sur le marché de l'euro-papier commercial, les autres recourant essentiellement à des émissions privées.

Depuis 1999, les émissions de billets de trésorerie à court terme ont pris de l'ampleur, de telle sorte que cet instrument représentait 36,5 p.c. de l'encours total des titres à revenu fixe des sociétés à la fin de septembre 2002. Au cours des neuf premiers mois de 2002, les titres à long terme ont suscité un regain d'intérêt, sur la lancée du second semestre de 2001. Celui-ci a aussi concerné les billets de trésorerie, dont l'encours de long terme était jusque-là demeuré particulièrement faible.

GRAPHIQUE 75 ÉMISSIONS NETTES DE TITRES À REVENU FIXE PAR LES SOCIÉTÉS BELGES
(milliards d'euros)



Source : BNB.

8.3 Pouvoirs publics

Au terme des neuf premiers mois de l'année sous revue, le solde financier des pouvoirs publics s'est détérioré par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le déficit s'élevant à 4,6 milliards d'euros contre 4,1 milliards en 2001. Si les engagements financiers des pouvoirs publics ont progressé moins qu'en 2001, leur formation d'actifs financiers, qui était systématique depuis 1999, a en revanche fait place à une liquidation nette, à concurrence de 0,3 milliard, en particulier en raison d'une moindre constitution de dépôts à court terme.

La gestion de la dette publique s'est inscrite dans la continuité. Au fil des années, les pouvoirs publics ont réduit la part de leur dette libellée en monnaies étrangères – qui ne s'élevait plus qu'à 2 p.c. à la fin du troisième trimestre de 2002 – et accru la part du financement à long terme, la durée globale de la dette du Trésor étant désormais maintenue aux alentours de quatre ans. Plus récemment, le Trésor a visé, au travers de ses interventions sur les marchés primaire et secondaire des OLO, à concentrer l'encours de ces obligations sur un nombre restreint de lignes, de façon à leur assurer une liquidité maximale. Par ailleurs, l'étude susmentionnée de l'Eurosystème a montré que les pouvoirs publics belges sont ceux de la zone euro dont le financement externe repose le plus sur l'émission de titres : à la fin de 2000, 87 p.c. de leurs engagements prenaient cette forme, contre 63 à 80 p.c. pour les autres pays.

**TABLEAU 37** ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES POUVOIRS PUBLICS

(milliards d'euros)

	1998	1999	2000	2001	Neuf premiers mois	
					2001	2002
Formation d'actifs financiers ⁽¹⁾	-1,1	2,0	1,5	4,3	4,6	-0,3
Nouveaux engagements financiers	0,0	2,7	2,0	4,1	8,8	4,3
Titres en monnaie nationale ⁽²⁾	3,6	1,8	4,2	5,4	11,7	4,3
Autres engagements en monnaie nationale ⁽¹⁾⁽²⁾	-1,6	1,0	-0,4	0,1	-1,6	0,8
Engagements en devises	-2,1	-0,1	-1,8	-1,4	-1,4	-0,8
Solde financier	-1,0	-0,7	-0,5	0,1	-4,1	-4,6

Source : BNB.

(1) Y compris les « bons du Trésor-Fonds de vieillissement ».

(2) Franc belge en 1998, euro ensuite.

Sur le marché primaire des OLO, trois nouvelles lignes ont été lancées au cours de l'année sous revue, pour un total de 12 milliards d'euros. Pour le placement de chacun de ces emprunts, le Trésor a fait appel, comme il le fait systématiquement depuis 1999, à un consortium bancaire, ce qui permet de garantir d'emblée une liquidité satisfaisante. Si, comme il est de coutume, l'une de ces lignes représentait le nouvel emprunt de référence à dix ans, une autre était destinée à jouer le rôle d'emprunt de référence à quinze ans : le Trésor a de la sorte voulu occuper un segment de la courbe des rendements sur lequel il n'était plus présent.

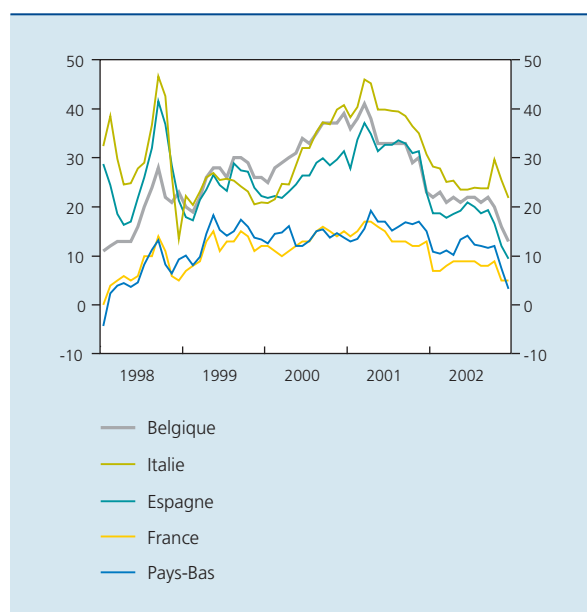
Deux des six adjudications bimestrielles annoncées initialement par le Trésor ayant été remplacées par une émission par syndication, quatre adjudications d'OLO ont été organisées au cours de l'année sous revue. Elles ont concerné seulement quatre lignes différentes, parmi lesquelles celle du nouvel emprunt de référence à dix ans ouverte au mois de janvier a été utilisée à chaque fois.

Sur le marché secondaire, la politique de concentration du volume autour de quelques lignes d'OLO a toujours été d'application. Introduits en 2001, les rachats, de gré à gré ou par le biais d'adjudications, se sont substitués aux échanges d'OLO proches de l'échéance contre des titres plus récents, et ont, en outre, été pour la première fois étendus aux OLO dont l'échéance est éloignée de plus d'un an. Méthode plus souple, les rachats de gré à gré laissent au Trésor la possibilité de choisir le moment le plus favorable, en fonction du prix, pour procéder à la réduction de l'encours de certaines lignes, à la différence des échanges, qui se font sous la forme d'adjudications selon un calendrier préétabli. Au cours de l'année sous

revue, 6,6 milliards d'euros ont été ainsi rachetés, ce qui représente une augmentation substantielle par rapport aux 2,3 milliards de 2001, même en tenant compte du fait que les procédures de rachat n'ont débuté qu'en juillet 2001. Quant aux échanges, ils n'ont plus visé que la diminution de l'encours d'emprunts dits classiques.

GRAPHIQUE 76 ÉCART DE TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À DIX ANS VIS-À-VIS DU BUND ALLEMAND

(moyennes mensuelles, points de base)



Source : BRI.

L'écart de rendement de l'obligation de référence à dix ans par rapport au Bund allemand, qui avait atteint en mars 2001, à 41 points de base, un sommet depuis l'entrée dans la phase III de l'UEM, a continué à se rétrécir en 2002. Après son net recul de décembre 2001, il s'est stabilisé quelque peu au-dessus de 20 points de base pendant les trois premiers trimestres, puis il a accusé une nouvelle baisse à partir d'octobre. Ce dernier mouvement a amené le différentiel de rendement au-dessous de 15 points de base, niveau qui n'avait plus été atteint depuis les premiers mois de 1998.

Depuis la disparition du risque de change, les critères de liquidité et de risque débiteur sont devenus prépondérants dans la détermination des écarts de rendement entre les obligations d'État de la zone euro. Tout comme en décembre 2001, la réduction de ces écarts au dernier trimestre de l'année sous revue a trouvé son origine dans une réévaluation des différences de risque, cette fois probablement suscitée par l'aggravation des difficultés budgétaires de l'Allemagne, émettrice de l'emprunt de référence de la zone euro, et d'autres grands pays de la zone, ainsi que par des déclarations publiques remettant en cause le pacte européen de stabilité et de croissance. Dans ce contexte, le maintien à l'équilibre des finances publiques de la Belgique, de surcroît dans des circonstances conjoncturelles difficiles, a contribué à l'allègement de la prime de risque exigée pour des placements en titres de l'État belge.

8.4 Particuliers

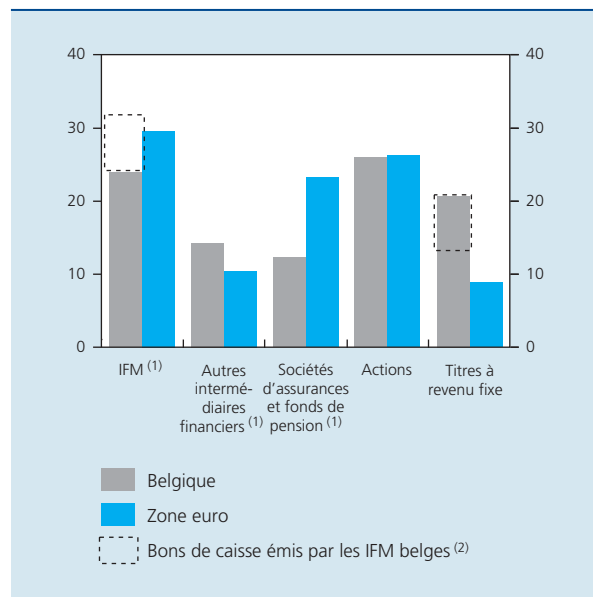
Structure du patrimoine et effet de richesse

L'ampleur des fluctuations boursières enregistrées au cours des dernières années a attiré l'attention sur un éventuel effet de richesse, par lequel les variations du patrimoine des ménages influencent leurs dépenses de consommation. Cet effet est, entre autres, fonction du volume et de la structure de ce patrimoine.

Le portefeuille des particuliers, en Belgique comme dans le reste de la zone euro, a subi de profondes modifications au cours des deux dernières décennies, tout en demeurant fortement orienté vers les placements auprès d'intermédiaires financiers. Ainsi, d'après l'étude susmentionnée de l'Eurosystème, les dépôts bancaires, parts d'OPC et provisions techniques constituées auprès des compagnies d'assurances et fonds de pension représentaient 63,4 p.c. des actifs financiers des particuliers de la zone euro à la fin de 2000. La réallocation des portefeuilles s'est principalement produite entre intermédiaires financiers, les

GRAPHIQUE 77 ACTIFS FINANCIERS DES PARTICULIERS PAR PRINCIPALE CATÉGORIE

(fin de 2000, pourcentages du total)



Source : BCE, *Report on financial structures*, décembre 2002 (3).

(1) Actifs dits « intermédiés », qui ne comprennent, selon la définition retenue dans la source utilisée, que les dépôts, parts d'OPC et provisions techniques d'assurance.

(2) Compris dans les titres à revenu fixe selon la méthodologie appliquée dans la source utilisée, mais non traités sur un marché secondaire liquide, les bons de caisse pourraient être considérés comme un instrument d'intermédiation bancaire.

(3) La période de référence de cette source est l'année 2000 pour les encours (chiffres arrêtés à la fin de juillet 2002). Les données de la zone euro sont établies hors Grèce, Irlande et Luxembourg.

particuliers délaissant les produits classiques offerts par les banques pour se porter sur des instruments émis par d'autres intermédiaires – fréquemment liés à ces dernières, il est vrai – et donnant un accès indirect aux marchés des capitaux.

Le portefeuille des particuliers belges présente cependant une structure spécifique. Il paraît moins basé sur l'intermédiation financière, puisqu'il se répartit à peu près également entre les dépôts bancaires, parts d'OPC et provisions techniques d'assurance, d'un côté, et les titres, de l'autre. À la fin de 2000, en effet, les actions occupaient, dans le patrimoine des particuliers belges, une place similaire à celle observée dans la zone euro, tandis que les titres à revenu fixe constituaient 20,7 p.c. des actifs financiers totaux, contre 8,9 p.c. dans la zone. Toutefois, deux éléments faussent la comparaison. D'une part, comme on l'a déjà signalé, le recensement des actions non cotées est plus complet en Belgique que dans d'autres pays. D'autre part, les titres à revenu fixe comprennent non seulement les euro-obligations et les bons d'État, mais aussi les bons de caisse émis par les banques, qui pourraient néanmoins être assimilés à des fonds « intermédiés », plus proches de dépôts à terme que d'obligations. Bien qu'ayant perdu

les faveurs du public, les bons de caisse représentaient encore 7,6 p.c. du patrimoine des ménages belges à la fin de 2000, alors que la part des titres similaires dans la zone euro était certainement inférieure.

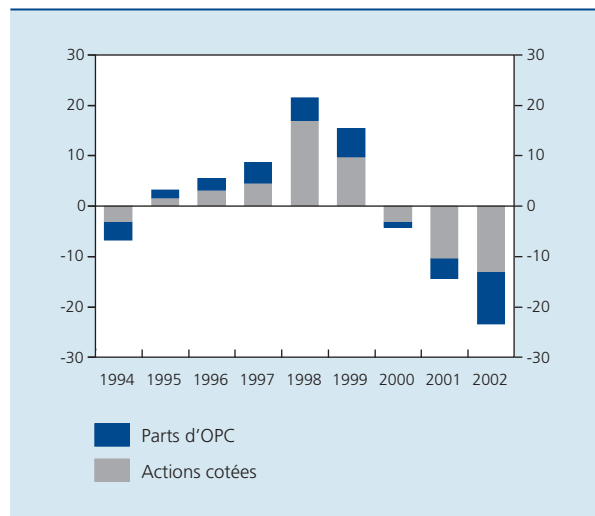
Les particularités de la Belgique se marquent aussi sur le plan de la répartition des fonds entre catégories d'intermédiaires financiers. À l'inverse de l'image donnée par la zone euro, les placements des particuliers belges auprès des investisseurs institutionnels sont davantage dirigés vers les OPC que vers l'ensemble constitué par les compagnies d'assurances et les fonds de pension. De plus, au sein de celui-ci, les fonds de pension sont très minoritaires, alors qu'ils sont nettement plus développés dans de nombreux autres pays. L'existence d'un régime public universel de pension, mais aussi le taux de propriété immobilière – à 71 p.c. en 2000, la part estimée des ménages possédant une habitation est l'une des plus élevées de la zone euro – et l'ampleur du patrimoine financier placé en d'autres instruments, bénéficiant d'une plus grande liquidité et, le plus souvent, de l'anonymat, sont les principales raisons avancées pour le moindre développement des régimes de capitalisation collectifs, communément appelés deuxième pilier, et des systèmes de capitalisation individuelle, dits du troisième pilier. Ces derniers prennent en Belgique notamment la forme d'OPC spécifiques, les fonds d'épargne-pension, qui ne représentaient que 6,1 p.c. des investissements globaux en parts d'OPC à la fin de septembre 2002 et 9,6 p.c. des placements dans les seules parts d'OPC belges.

Il apparaît que, en Belgique, comme en général dans la zone euro, les particuliers demeurent relativement réticents à opérer directement sur les marchés boursiers. Les ménages belges ne semblent d'ailleurs pas avoir modifié leur comportement de placement en faveur des actions: la part de celles-ci dans les flux cumulés d'acquisition d'actifs financiers de 1986 à 2001 s'était élevée à 9,9 p.c., soit un pourcentage sensiblement inférieur à leur part dans le patrimoine à la fin de 1985, à savoir 23,4 p.c. Le relatif maintien de cette dernière proportion – elle était encore de 20,9 p.c. à la fin de 2001 – était donc dû à des effets de réévaluation. De plus, les actions non cotées représentaient environ 60 p.c. du portefeuille d'actions des particuliers à la fin de 2001. De telles actions, moins aisément évaluables, peu liquides et souvent représentatives d'une participation dans une entreprise familiale, sont moins susceptibles d'exercer un effet de richesse sur la consommation.

L'exposition du patrimoine des particuliers aux variations de cours boursiers s'est néanmoins accrue pendant les quinze dernières années, de façon indirecte à travers leurs avoirs auprès des investisseurs institutionnels. De

GRAPHIQUE 78 GAINS ET PERTES EN CAPITAL SUR LES ACTIONS COTÉES ET PARTS D'OPC DÉTENUES PAR LES PARTICULIERS BELGES⁽¹⁾

(pourcentages du revenu disponible)



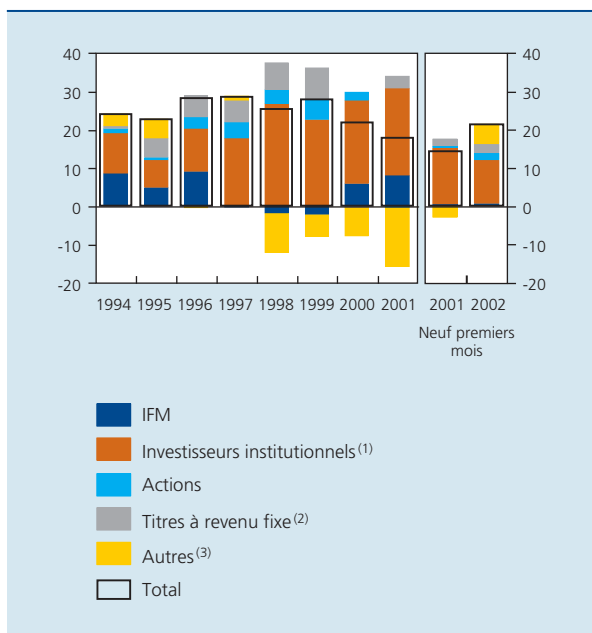
Sources: ICN, BNB.

(1) Estimations basées sur la comparaison des variations d'encours et de flux, et sur l'évolution des cours pour le quatrième trimestre de 2002.

ce fait, et en raison d'amples fluctuations de cours, les plus-values et moins-values enregistrées depuis la fin des années nonante sur leur portefeuille d'actions cotées et de parts d'OPC ont été substantielles. Alors qu'en 1998 et 1999, les gains en capital ont atteint de 15 à 20 p.c. environ du revenu disponible, ce sont les pertes de capital qui ont enregistré de tels niveaux en 2001 et en 2002.

En dépit de l'important patrimoine détenu par les particuliers et des fluctuations sensibles de la valeur de certaines de ses composantes, l'effet des variations de la richesse sur la consommation est limité en Belgique, comme il a été précisé dans le chapitre consacré à la production et aux dépenses. Outre les caractéristiques structurelles du patrimoine, d'autres facteurs peuvent expliquer la faible propension à consommer qui lui est attachée. Ainsi, l'effet de richesse paraît plus fort dans les économies anglo-saxonnes, dont le système financier repose davantage sur les marchés que sur les banques, non seulement en raison d'une plus grande diffusion de la détention d'actions, mais aussi parce que les intermédiaires financiers y offrent des possibilités de crédit qui facilitent la mobilisation du patrimoine, y compris immobilier, à des fins de consommation.

GRAPHIQUE 79 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS BELGES
(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) OPC non monétaires, compagnies d'assurances et fonds de pension.

(2) Autres que ceux émis par les IFM et les investisseurs institutionnels.

(3) Comprend des dépôts auprès d'autres entités que les IFM, des postes transitoires et des ajustements statistiques.

Évolution récente des placements

Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, les particuliers ont accru leur formation d'actifs financiers. Le mouvement vers des placements moins risqués et plus liquides, qui s'était déjà manifesté en 2001 sous l'effet de l'assombrissement du climat boursier et de l'incertitude relative à la situation économique, s'est poursuivi pendant la première moitié de l'année avant de s'affaiblir par la suite.

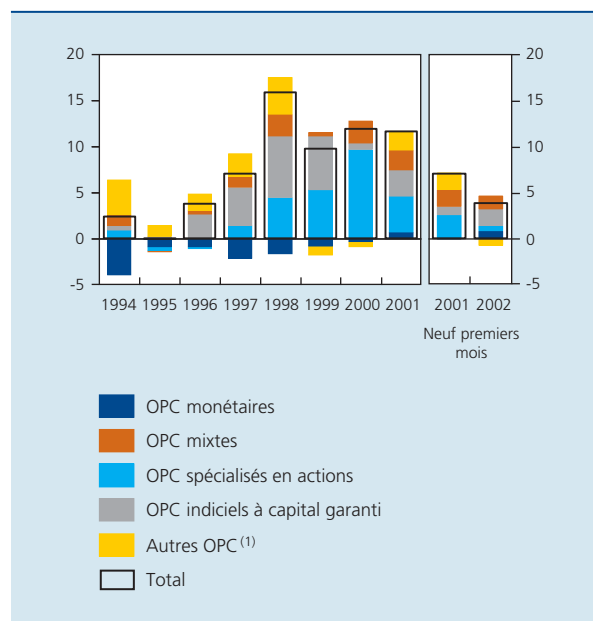
Comme les années antérieures, les particuliers ont eu essentiellement recours, pour leurs nouveaux placements, aux investisseurs institutionnels. Ils ont toutefois également témoigné un net attrait pour certains dépôts liquides proposés par les IFM, et se sont tournés un peu plus que pendant la période correspondante de l'année précédente vers les marchés des titres à revenu fixe, autres que ceux émis par les IFM et les investisseurs institutionnels. Enfin, leurs acquisitions directes d'actions ont été plus importantes qu'en 2001.

L'importance des investisseurs institutionnels en tant que canal de placement pour les particuliers n'est pas neuve. Ces dernières années, la majeure partie des flux de placements est en effet systématiquement allée à ces organismes. En 2002, les particuliers ont privilégié les produits d'assurance-vie et les parts d'OPC.

Alors que le succès rencontré par les OPC au cours de la seconde moitié des années nonante avait incontestablement été favorisé par le bon climat boursier, le malaise persistant des marchés d'actions n'a pas conduit les épargnants à se détourner de cette formule de placement. Les particuliers ont toutefois nettement réorienté leurs nouveaux capitaux vers des fonds plus sûrs. Les achats nets de parts effectués pendant les trois premiers trimestres de 2002 ont principalement porté sur des OPC indiciels à capital garanti et des OPC mixtes. Les OPC monétaires ont eu aussi davantage de succès. Les fonds d'actions ont toutefois globalement résisté et n'ont pas subi de ventes de parts dictées par la panique.

Le climat boursier décevant a également favorisé la demande d'assurances-vie individuelles. Les produits de la branche 23, liés à des fonds de placement, ont cependant perdu de leur popularité, et l'essentiel des flux s'est dirigé vers les produits de la branche 21. Outre de potentiels

GRAPHIQUE 80 ACHATS NETS DE PARTS D'OPC PAR LES PARTICULIERS BELGES
(milliards d'euros)



Sources : Association belge des organismes de placement collectif, CBF, BNB.

(1) Englobe les OPC obligataires, les fonds d'épargne-pension, les fonds de fonds et les OPC immobiliers.

avantages fiscaux et une éventuelle participation aux bénéfiques, cette catégorie d'assurances-vie offre, en effet, un rendement garanti et a par conséquent profité, dans un contexte de malaise boursier, de la tendance aux placements moins risqués. L'anticipation d'une baisse du taux d'intérêt maximal garanti, qui était en discussion dans le secteur, pourrait aussi avoir encouragé les placements dans les assurances-vie de la branche 21 au cours de l'année sous revue. Les placements en assurances de groupe ont enregistré une croissance moins marquée que les assurances-vie individuelles en 2002. La réforme des pensions complémentaires du deuxième pilier, qui permettra la mise en place d'une législation globale coordonnée, devrait donner une impulsion à l'activité d'assurance de groupe dans les prochaines années.

Dans l'attente d'une amélioration boursière, les particuliers ont aussi majoré considérablement certains de leurs avoirs liquides à revenu fixe auprès des IFM pendant les neuf premiers mois de l'année 2002. Ils ont ainsi nettement augmenté leurs placements sur les comptes à vue et sur les comptes d'épargne dont les revenus d'intérêts sont exemptés du précompte mobilier. Toutefois, ils ont, contrairement à l'année précédente, réduit leurs dépôts à terme. L'arbitrage entre ces deux derniers types de dépôts

en fonction de leur rémunération relative s'est manifestement opéré en faveur des dépôts d'épargne réglementés; les campagnes spécifiques de promotion menées à ce sujet par différentes banques ont sans doute accentué cette évolution.

Le mouvement de report sur les valeurs moins risquées a également bénéficié aux achats directs de titres à revenu fixe sous la forme d'euro-obligations. Le marché des bons de caisse n'a toutefois pas enregistré de reprise, en raison de taux moins avantageux que la rémunération de certains dépôts d'épargne réglementés ou que les taux des bons d'État. La persistance d'acquisitions nettes d'actions, en dépit de la morosité du climat boursier, est à mettre entièrement à l'actif des actions non cotées: au cours des neuf premiers mois de 2002, les achats nets d'actions cotées ont en effet été quasiment nuls.

Engagements financiers

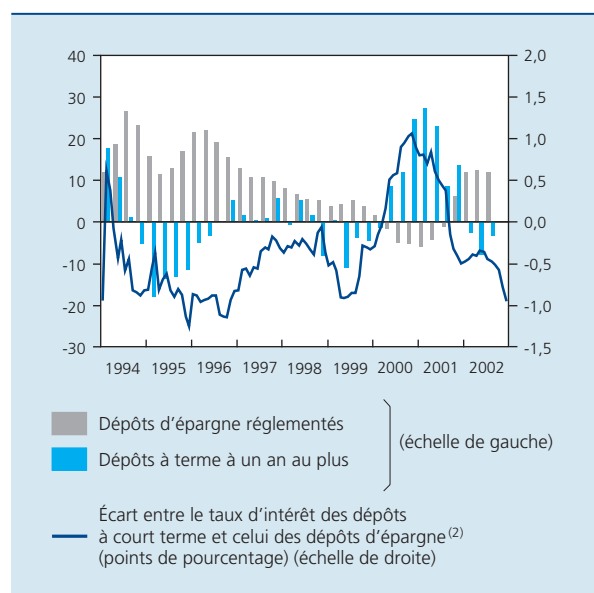
À la fin de 2000, les engagements totaux des particuliers belges se situaient à un niveau relativement faible, de 44,4 p.c. du PIB, sensiblement au-dessous de celui de nombreux pays européens. À 56 p.c. du PIB, la dette totale des ménages de la zone euro était elle-même largement inférieure au niveau observé aux États-Unis, soit 74 p.c. Sur la base des seuls crédits octroyés par les institutions financières de la zone euro, le degré d'endettement des particuliers belges a tendu à diminuer depuis la fin du premier trimestre de 1999, alors que dans la zone, il continuait à croître.

La plus grande partie de cet endettement prend la forme de prêts hypothécaires, donc couverts par une garantie immobilière. Ces prêts affichent le plus couramment un taux fixe ou semi-fixe – dans ce dernier cas, ils ne sont révisables une première fois qu'après dix ans. De ce point de vue, la sensibilité à court terme de la situation des ménages belges aux modifications de taux d'intérêt est limitée.

Après un sommet en 1999, sous l'influence du niveau historiquement bas du loyer de l'argent, la production de crédits au logement avait sensiblement régressé au cours des deux années suivantes. Cet affaiblissement doit être attribué à la détérioration du climat conjoncturel et à la remontée des taux d'intérêt hypothécaires au cours de la seconde moitié de 1999 et en 2000, qui n'avait été que partiellement compensée par un mouvement de repli en 2001.

GRAPHIQUE 81 DÉPÔTS D'ÉPARGNE⁽¹⁾, DÉPÔTS À TERME⁽¹⁾ ET ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT

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

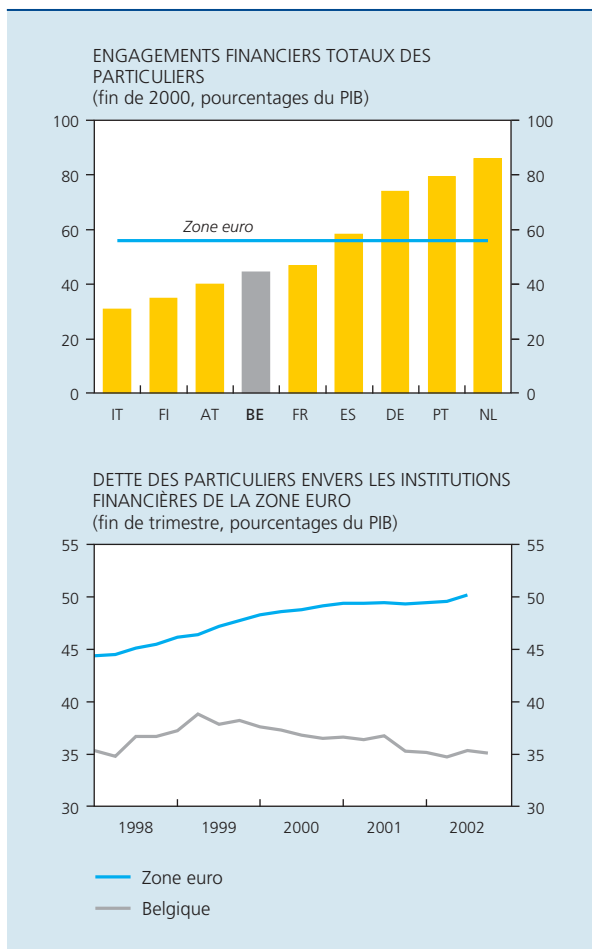


Source : BNB.

(1) Dépôts corrigés pour l'effet des reclassements sectoriels.

(2) Les taux utilisés proviennent de l'enquête sur les taux d'intérêt et ont trait, respectivement, au taux d'intérêt net de précompte mobilier des dépôts à trois mois en monnaie nationale et au taux d'intérêt de base des dépôts d'épargne réglementés en monnaie nationale, augmenté de la prime de fidélité.

GRAPHIQUE 82 ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS



Sources : BCE, notamment *Report on financial structures*, décembre 2002⁽¹⁾ ; BNB.
 (1) La période de référence de cette source est l'année 2000 pour les encours (chiffres arrêtés à la fin de juillet 2002). Les données de la zone euro sont établies hors Grèce, Irlande et Luxembourg.

En revanche, au cours de l'année sous revue, le recul des taux d'intérêt hypothécaires a conduit à un retournement de l'évolution des prêts au logement. L'abaissement des droits d'enregistrement en Région flamande a aussi contribué à ce revirement, car son annonce à la mi-2001 avait incité les candidats emprunteurs à retarder leurs projets immobiliers, jusqu'à l'approbation du décret en janvier 2002.

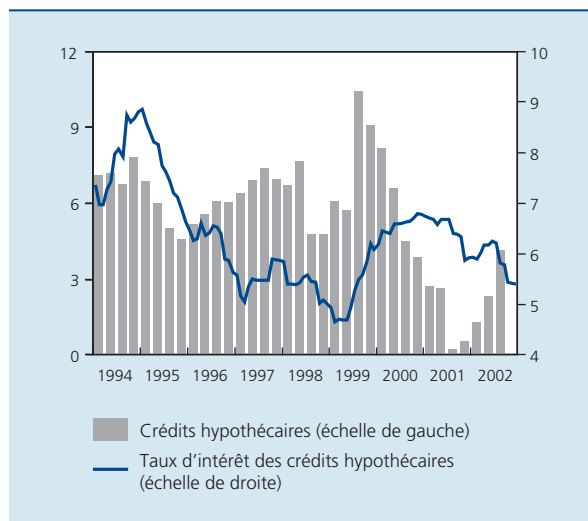
Inversement, l'encours des crédits à la consommation octroyés par les établissements de crédit a baissé au cours des neuf premiers mois de 2002. Cette évolution reflète sans doute celle de la confiance des consommateurs, qui, après avoir brièvement rebondi au début de l'année sous revue, s'est détériorée pendant le reste de 2002. Le recul de la confiance des particuliers quant aux perspectives économiques et, dès lors, quant à leurs possibilités de

remboursement, a pesé sur leur propension à financer la consommation au moyen du crédit.

Même si les dettes des ménages belges, plus particulièrement celles qui résultent du crédit à la consommation, sont d'une ampleur relativement limitée par rapport à d'autres pays européens, des problèmes de remboursement peuvent se poser. Les crédits à la consommation n'occupent qu'une place modeste dans l'ensemble des dettes des particuliers mais, comme le montrent les enregistrements de la Centrale des crédits aux particuliers, ils n'en constituent pas moins la principale source de surendettement. La totalité des montants impayés des contrats dont l'arriéré n'a pas été apuré s'élevait ainsi à moins de 1 p.c. de l'encours total des crédits à la mi-2002 dans le cas des prêts hypothécaires, alors que cette proportion, malgré une légère baisse au cours des années précédentes, atteignait encore plus de 9 p.c. pour les crédits à la consommation. Les dernières années, on constate que ce sont essentiellement les prêts prenant la forme d'ouvertures de crédit, et plus précisément ceux accordés par des prêteurs non bancaires, qui paraissent souvent constituer ainsi des pièges pour les consommateurs. On signalera par ailleurs une tendance structurelle à l'augmentation du nombre de personnes enregistrées à la centrale pour plusieurs contrats.

GRAPHIQUE 83 CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES⁽¹⁾ ET TAUX D'INTÉRÊT

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf pour le taux d'intérêt)



Source : BNB.
 (1) Crédits corrigés pour l'effet des reclassements sectoriels.



Dans ce contexte, la loi du 10 août 2001 relative à la Centrale des crédits aux particuliers prévoit le passage de la centrale « négative » à un système d'enregistrement positif; celui-ci recensera, outre les défauts de paiement, les crédits à la consommation et les prêts hypothécaires qui présentent un déroulement normal, de façon à fournir aux prêteurs des informations plus complètes et à leur permettre ainsi une meilleure évaluation des capacités de remboursement des candidats emprunteurs. La centrale « positive » sera opérationnelle le 1^{er} juin 2003.

9. Stabilité financière

9.1 Marchés financiers internationaux

Réactions des marchés financiers aux changements des facteurs de risques

Au cours de l'année sous revue, plusieurs facteurs ont contribué à détériorer l'environnement dans lequel opèrent les marchés financiers, ce qui n'est pas resté sans conséquences sur la valorisation des diverses catégories d'instruments financiers.

La reprise de la croissance mondiale et le redressement des profits des sociétés se sont révélés plus faibles que prévu initialement. Dans le même temps, l'année 2002 a été caractérisée par une augmentation générale des risques associés aux crédits aux entreprises. Cela s'est notamment traduit par un grand nombre de faillites, dont certaines retentissantes, aux États-Unis et en Europe ou, sur les marchés d'obligations d'entreprises, par un nombre

proportionnellement beaucoup plus important d'abaissements que de relèvements de notation. Cette baisse de la qualité de crédit des entreprises a certainement contribué à la faiblesse des performances des marchés boursiers internationaux en 2002. En effet, malgré une remontée partielle du cours des actions vers la fin de l'année, les rendements des marchés boursiers aux États-Unis et dans la zone euro sont restés négatifs, affichant des reculs de, respectivement, 22,1 et 33,4 p.c. Les résultats négatifs des dernières années contrastent nettement avec les rendements très élevés obtenus sur les placements en bourse dans la deuxième moitié des années nonante et sont allés de pair avec une plus grande volatilité des marchés d'actions.

Ces piètres performances ne reflètent pas seulement l'accroissement des risques. Elles suggèrent également un changement d'attitude des investisseurs en réaction à la dégradation du climat conjoncturel. Ce retournement peut être en partie considéré comme une correction

TABLEAU 38 RENDEMENT ET VOLATILITÉ DES MARCHÉS BOURSIERS AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO
(pourcentages)

	États-Unis		Zone euro	
	Rendement ⁽¹⁾	Volatilité ⁽²⁾	Rendement ⁽¹⁾	Volatilité ⁽²⁾
Moyenne 1996-1999	26,5	1,1	35,2	1,1
2000	-9,1	1,4	0,0	1,3
2001	-11,9	1,3	-18,4	3,6
2002	-22,1	1,6	-33,4	2,0

Sources : S&P, Thomson Financial Datastream.

(1) Les rendements annuels sont calculés sur la base de la valeur à la fin de l'année des indices boursiers S&P 500 et S&P Euro (indices de rendement).

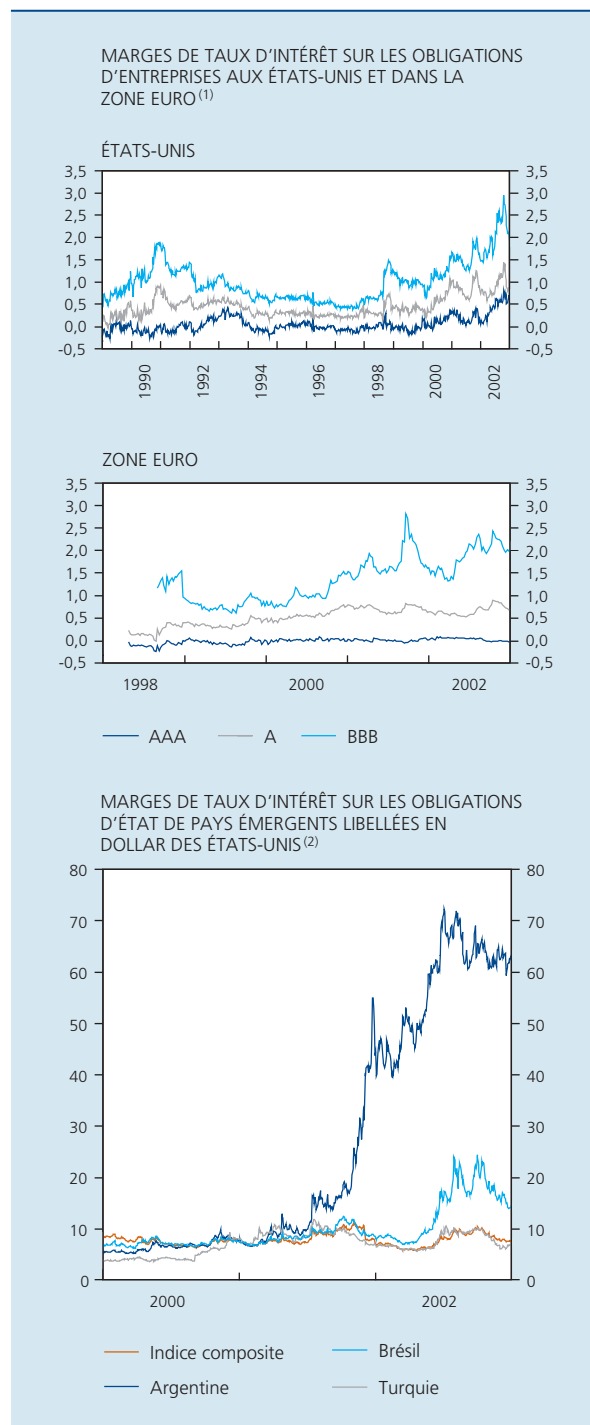
(2) La mesure de la volatilité est donnée par l'écart-type des rendements quotidiens au cours de l'année.

inévitables de certaines des surévaluations antérieures, elles-mêmes basées sur des prévisions exagérément optimistes. Toutefois, la confiance des investisseurs a aussi été ébranlée par les révélations selon lesquelles un certain nombre d'entreprises de premier plan, telles Enron et Worldcom, avaient abusé les investisseurs quant à la véritable situation de leurs bénéfices et de leur endettement. Si le nombre de cas de fraude comptable est resté limité, il est cependant apparu que des connivences entre des directions d'entreprises, des analystes ou des institutions financières avaient concouru à doper la valeur boursière de certaines sociétés. Ces situations ont créé des conflits d'intérêts avec les investisseurs et ont joué un rôle dans le développement de la bulle spéculative sur les marchés boursiers. Par réaction, les investisseurs en sont venus à adopter un comportement nettement plus critique à l'égard de la fiabilité des informations comptables sous-tendant l'évolution des marchés financiers.

Cette approche plus circonspecte a également provoqué un relèvement significatif des primes de risque sur les marchés américains et européens des obligations d'entreprises. Mesurées à l'aune des écarts de taux entre le volet taux fixe des contrats d'échange à dix ans et les obligations d'une durée résiduelle équivalente émises par les sociétés aux États-Unis – indicateur pour lequel il existe des séries statistiques suffisamment longues – ces primes ont atteint des sommets au cours de 2002, l'élargissement de la marge ayant été le plus prononcé pour les firmes aux notations les plus faibles. Cette distinction en fonction des notations semble indiquer que les investisseurs se sont montrés sélectifs dans leur réajustement de prix. Une telle différenciation a également été effectuée sur le marché des obligations des pays émergents. Sur ce segment, le changement d'appréciation des marchés à l'encontre du Brésil et l'absence de progrès dans la recherche d'une solution aux graves problèmes économiques et financiers de l'Argentine ont constitué les principaux sujets de préoccupation au cours de l'année sous revue.

Si le quasi-triplement en cours d'année de la prime de risque sur la dette brésilienne a été provoqué par les incertitudes liées aux élections présidentielles et législatives d'octobre, ce mouvement semble également avoir reflété des préoccupations plus profondes des marchés financiers quant à la maîtrise des finances publiques du Brésil. Ces dernières années, les autorités de ce pays ont cependant réussi à améliorer substantiellement le solde primaire des pouvoirs publics et le FMI a accepté, en septembre, d'augmenter considérablement son aide au Brésil, en approuvant un nouvel accord de financement d'un montant de 30 milliards de dollars pour une durée de quinze mois. En Argentine, après la cessation de paiement enregistrée sur la dette étrangère à la fin

GRAPHIQUE 84 PRIMES DE RISQUE SUR LES MARCHÉS DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ET DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DE PAYS ÉMERGENTS
(points de pourcentage)



Sources : Bloomberg (Merill Lynch), JP Morgan, Thomson Financial Datastream.

(1) Écarts par rapport au volet taux fixe de contrats d'échange à dix ans pour des obligations d'entreprises d'une durée résiduelle de sept à dix ans, données à fin de semaine.

(2) Écarts par rapport aux taux d'intérêt des bons du Trésor américain d'une durée équivalente, données journalières.

de 2001 et l'abandon du taux de change fixe vis-à-vis du dollar au début de 2002, la situation économique et financière est restée très difficile tout au long de l'année. Les négociations relatives à un nouveau programme d'aide du FMI, en particulier, n'ont pas abouti et l'Argentine a enregistré, en novembre, un retard de paiement vis-à-vis de la Banque mondiale pour un montant de 800 millions de dollars.

Résistance du système bancaire international

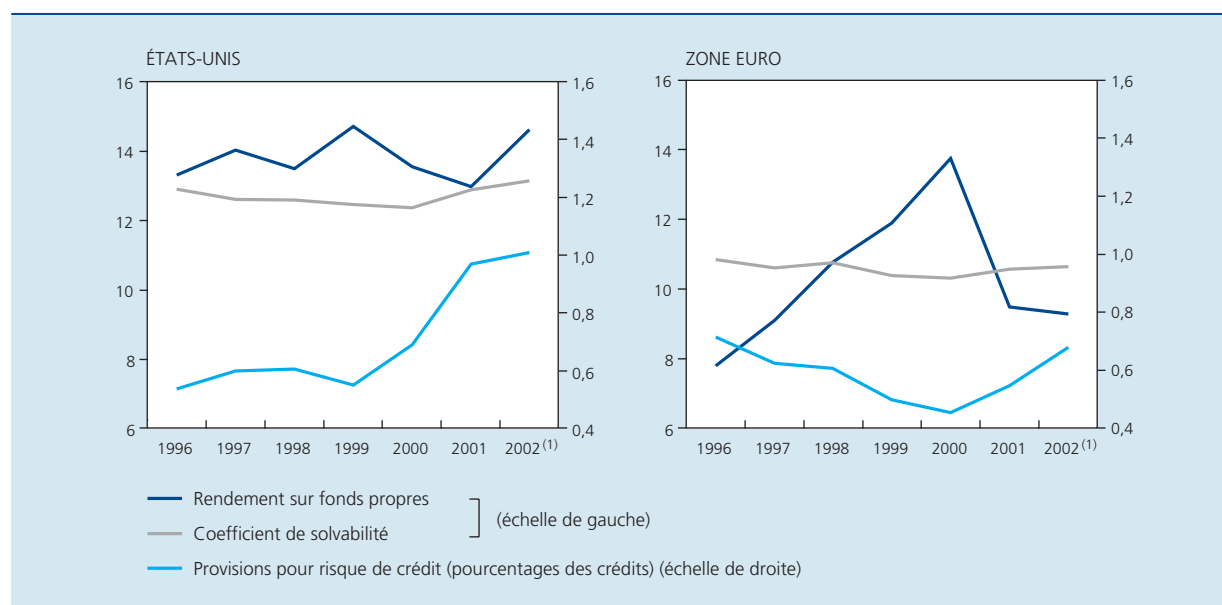
En dépit des pertes importantes enregistrées sur certains grands marchés, le système financier international a bien résisté. Les corrections de cours, quoique parfois brutales, sont restées ordonnées et n'ont pas entraîné, en particulier, de faillites d'importants intermédiaires financiers. Une bonne liquidité a pu être préservée, sans interruption majeure, sur la quasi-totalité des marchés, tandis que les infrastructures financières ont fait preuve d'une grande solidité.

Les banques, en particulier, semblent avoir affronté sans trop de dommages les turbulences financières, au contraire de la période du début des années nonante, lorsqu'une détérioration analogue de la qualité des actifs avait provoqué d'importants problèmes dans certains segments des systèmes bancaires américain et européen.

La bonne tenue du marché immobilier, tant résidentiel que commercial, aux États-Unis et en Europe, peut en partie expliquer cette différence avec le début de la précédente décennie, où de fortes chutes des prix sur ces marchés avaient créé d'importants problèmes au secteur bancaire. D'autres facteurs paraissent toutefois avoir également joué un rôle. En effet, contrairement au précédent retournement conjoncturel, les banques ont abordé le cycle actuel de baisse des prix des actifs en pouvant s'appuyer sur de bons niveaux de solvabilité et de rentabilité, qui leur ont permis d'absorber une série de chocs sans que leur bilan et leurs comptes de résultats ne s'en trouvent affectés de manière significative. L'incidence de la détérioration des crédits a pu être d'autant mieux supportée par les banques que celles-ci ont amélioré leurs systèmes de gestion des risques. En outre, d'autres intervenants des marchés financiers ont endossé certains risques de crédit soit directement par l'achat de titres, soit indirectement en se portant contrepartie d'opérations de transfert. Une illustration en est le recours des banques au marché, en expansion rapide, des produits dérivés de crédit en vue de faire couvrir certains risques par d'autres agents, notamment des compagnies d'assurances.

De façon générale, ce dernier secteur semble avoir été, surtout en Europe, frappé beaucoup plus durement que les banques par les évolutions récentes sur les marchés financiers. Cette plus grande sensibilité s'explique par un

GRAPHIQUE 85 INDICATEURS DE RÉSISTANCE DU SECTEUR BANCAIRE
(pourcentages)



Sources : Bankscope, FDIC.

(1) Données extrapolées sur la base des résultats des neuf premiers mois de l'année pour les États-Unis et sur la base des comptes semestriels d'un échantillon de grandes banques pour la zone euro.

TABLEAU 39 VENTILATION SECTORIELLE DES PARTICIPANTS AU MARCHÉ DES PRODUITS DÉRIVÉS DE CRÉDIT

(parts de marché, pourcentages du total)

	Ventes de protection			Achats de protection		
	1997	1999	2001	1997	1999	2001
Banques	54	47	39	64	63	52
Compagnies d'assurances	10	23	33	5	7	6
Autres	36	30	28	31	30	42
<i>p.m. Volume du marché, milliards de dollars</i>	<i>180</i>	<i>586</i>	<i>1.189</i>	<i>180</i>	<i>586</i>	<i>1.189</i>

Source : BBA.

engagement traditionnellement plus élevé des compagnies d'assurances sur le marché boursier, mais peut-être aussi par une implication croissante sur le marché des produits dérivés de crédit en tant que vendeurs de protection contre le risque de crédit. Certaines difficultés rencontrées par le secteur des assurances au cours de la période récente sont examinées dans la section suivante, consacrée notamment aux résultats obtenus par les groupes de bancassurance en Belgique.

9.2 Intermédiaires financiers belges

Vue d'ensemble des résultats des banques

Après un sommet en 2000, la rentabilité des établissements de crédit belges s'est, pour la deuxième année consécutive, inscrite en net recul. Pendant la période d'octobre 2001 à septembre 2002, le résultat net d'exploitation sur une base consolidée s'est élevé à 4,1 milliards d'euros, contre respectivement 5,3 et 6 milliards au cours des deux périodes correspondantes précédentes. En dépit de cette évolution, les banques belges sont parvenues à encore renforcer leur solvabilité : le coefficient de couverture des actifs pondérés par les risques s'élevait à 12,7 p.c. à la fin de septembre 2002, soit un niveau largement supérieur aux exigences minimales.

La diminution des profits n'en témoigne pas moins des difficultés rencontrées par les établissements de crédit dans une phase de ralentissement conjoncturel. Cette baisse aurait été encore plus accentuée en l'absence de deux séries de mesures à caractère plus structurel prises récemment par le secteur bancaire.

La première a concerné la réduction des coûts. La refonte des réseaux, en cours depuis plusieurs années, s'était déjà traduite par une contraction de près de 20 p.c. du nombre d'agences bancaires en Belgique de 1995 à 2001. Les effets sur les charges d'exploitation n'avaient toutefois pas été immédiats, car les frais de restructuration avaient contribué à gonfler les autres catégories de dépenses, tandis que le nombre d'employés n'avait guère varié. Pendant la période d'octobre 2001 à septembre 2002, toutefois, les banques sont parvenues à réduire l'ensemble de leurs coûts de quelque 4 p.c.

Le deuxième changement dans la stratégie des établissements de crédit belges a porté sur les conditions de prêts. Alors que des politiques parfois agressives, faisant appel à des mécanismes de subsidiation croisée, avaient, jusqu'il y a peu, poussé les banques à proposer certains de leurs crédits à des marges très réduites, les conditions des prêts ont été revues à la hausse, afin d'être mises davantage en concordance avec les risques. Ces révisions sont l'une des explications de l'augmentation de plus de 6 p.c. des revenus nets d'intérêts pendant la période sous revue.

L'incidence de ces mesures a toutefois été plus que compensée par les retombées négatives, sur le compte de résultats, des deux grandes évolutions qui ont caractérisé l'environnement économique et financier en 2002, à savoir l'atonie de l'activité et la forte baisse des cours sur les marchés boursiers.

Incidence de la faible croissance économique

L'incidence de la conjoncture peu porteuse sur l'activité bancaire s'est traduit, comme en 2001, par une faible expansion, voire une réduction, des financements octroyés à la clientèle, que ce soit au travers de l'octroi de crédits bancaires ou de l'achat de titres.

TABLEAU 40 COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES ⁽¹⁾

(données sur une base consolidée, millions d'euros, sauf mention contraire)

	Octobre 1999 à septembre 2000	Octobre 2000 à septembre 2001	Octobre 2001 à septembre 2002	Pourcentages de variation	
				Entre les deux premières périodes	Entre les deux dernières périodes
Produit bancaire	23.616	24.463	23.724	3,6	-3,0
Revenus nets d'intérêts	11.290	12.084	12.832	7,0	6,2
Autres revenus	12.326	12.379	10.892	0,4	-12,0
Charges d'exploitation (-)	14.526	15.908	15.211	9,5	-4,4
Frais de personnel	8.357	8.820	9.029	5,5	2,4
Autres charges	6.169	7.088	6.182	14,9	-12,8
Résultats bruts d'exploitation	9.090	8.555	8.513	-5,9	-0,5
Corrections nettes de valeur et provisions (-)	3.066	3.211	4.388	4,7	36,7
Résultats nets d'exploitation	6.024	5.344	4.125	-11,3	-22,8
<i>p.m. Ratio de solvabilité, pourcentages ⁽²⁾</i>	<i>11,37</i>	<i>12,47</i>	<i>12,72</i>		

Sources: CBF, BNB.

(1) Y compris les résultats des succursales belges de banques étrangères.

(2) Coefficient de couverture des actifs pondérés par les risques tel que défini par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire pour les banques de droit belge à la fin de la période.

De début octobre 2001 à fin septembre 2002, l'encours des titres détenus par le secteur bancaire belge a diminué de 5,9 p.c. L'accroissement du portefeuille de valeurs étrangères s'est limité à 0,9 p.c., en rupture avec la forte progression observée ces dernières années. Le remplacement progressif des fonds d'État belges par des obligations publiques étrangères s'est toutefois poursuivi car, parallèlement, les banques ont continué à réduire la part des titres belges dans leurs bilans. Ce mouvement pourrait en partie s'expliquer par le souhait de certaines banques de réaliser une partie de leurs plus-values latentes en vue de compenser le recul d'autres sources de revenus: une telle stratégie est plus aisée à réaliser à partir du portefeuille, en moyenne plus ancien, d'obligations belges acquises lorsque le niveau des taux était sensiblement plus élevé. Les banques détiennent aussi des titres sous forme d'actions, mais leur part est insignifiante.

La réduction du portefeuille de titres des banques n'a été que partiellement contrebalancée par la hausse des crédits, qui est restée limitée à 3,8 p.c. durant la période d'octobre 2001 à septembre 2002. Encore cette progression ne résulte-t-elle que des seuls crédits au reste du monde, qui ont augmenté de près de 9 p.c. au cours de ces douze mois. Dans le même temps, l'encours des prêts aux contreparties belges s'est stabilisé. L'important accroissement des crédits des banques belges à des

non-résidents au cours des derniers mois, tels que recensés dans les données sur une base consolidée, est en grande partie le reflet d'une expansion sur plusieurs marchés d'Europe centrale et orientale.

Si les actifs constitués sur la clientèle non bancaire n'ont guère augmenté, les ressources collectées auprès de cette même clientèle ont en revanche fortement crû. La baisse des taux à long terme et la désaffection des investisseurs pour les placements en actions ont motivé un regain d'intérêt pour les dépôts bancaires, qui se sont accrus de plus de 8 p.c. Comme pour l'octroi de crédits, la croissance des dépôts a été plus modérée sur le marché domestique que sur certains marchés étrangers prospectés par les banques belges.

L'important différentiel de croissance entre les actifs et les passifs vis-à-vis de la clientèle non bancaire a été compensé par un changement important des positions sur le marché interbancaire. Alors qu'au cours des années précédentes, les actifs et les passifs interbancaires s'étaient contractés à un rythme comparable, témoignant d'une réduction graduelle des positions brutes des établissements de crédit belges, ces derniers ont modifié leurs encours nets en 2002, puisqu'une diminution de près de 12 p.c. des passifs interbancaires s'est accompagnée d'une augmentation de quelque 3 p.c. des actifs. L'endettement net que

TABLEAU 41 STRUCTURE DU BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée, pourcentages de variation, sauf mention contraire)

	Octobre 1999 à septembre 2000	Octobre 2000 à septembre 2001	Octobre 2001 à septembre 2002	Structure, pourcentages du total du bilan	
				Fin 1997	Septembre 2002
<i>Actifs</i>					
Créances interbancaires	-3,3	-0,2	3,3	31,1	22,6
Portefeuille de titres	4,5	1,8	-5,9	30,6	28,0
Titres belges	-9,4	-15,9	-18,8	18,8	8,3
Titres étrangers	17,2	14,3	0,9	11,8	19,8
Crédits	14,7	0,9	3,8	32,6	39,1
Crédits aux contreparties belges	4,6	0,9	-0,3	22,6	20,8
Crédits aux contreparties étrangères	30,3	0,8	8,8	10,0	18,3
Autres actifs ⁽¹⁾	17,9	26,4	13,2	5,7	10,3
Total	7,1	2,8	1,6	100,0	100,0
<i>Passifs</i>					
Dettes interbancaires	-4,8	-1,4	-11,9	37,3	26,4
Titres	10,5	2,7	1,8	15,2	12,5
Dépôts	12,4	3,5	8,1	37,9	46,1
Dépôts auprès de contreparties belges	-0,6	3,7	4,8	24,6	23,8
Dépôts auprès de contreparties étrangères	32,0	3,2	11,8	13,3	22,3
Autres passifs ⁽²⁾	22,4	11,3	11,1	9,6	15,0
Total	7,1	2,8	1,6	100,0	100,0

Source : BNB.

(1) Actifs immobilisés, avoirs de trésorerie et avoirs auprès de banques centrales, comptes de régularisation, créances irrécouvrables et douteuses, actions propres et divers autres actifs.

(2) Réductions de valeur, provisions, fonds de prévoyance et impôts différés, comptes de régularisation, dettes subordonnées, fonds propres, intérêts de tiers et divers autres passifs.

les banques belges enregistrent traditionnellement sur ce marché s'est de ce fait sensiblement réduit.

La dégradation de la conjoncture économique a affecté la qualité des créances et des titres au bilan des établissements de crédit belges, et s'est traduit par une augmentation des réductions de valeur effectuées sur ces actifs. Au cours de la période sous revue, l'ensemble des corrections nettes de valeur et des provisions a progressé de près de 37 p.c. par rapport à l'année précédente, ce qui a pesé fortement sur les résultats opérationnels du secteur bancaire. Cette hausse s'explique en grande partie par l'accroissement des charges au titre de réductions de valeur sur créances qui sont fortement tributaires des évolutions économiques. Ces charges suivent, en effet, le cycle conjoncturel d'assez près, avec un certain décalage néanmoins.

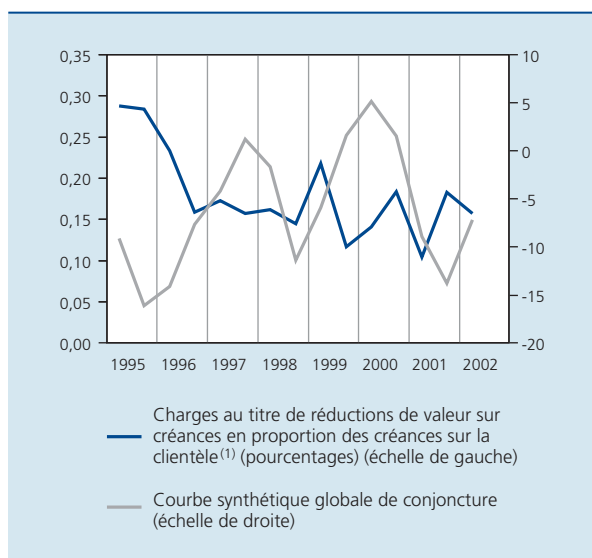
Les provisions à constituer pour couvrir les risques de crédit doivent être déduites des revenus d'intérêts pour mesurer les marges effectivement dégagées par les banques sur leur activité d'intermédiation. Ces marges ont évolué assez différemment selon que l'on considère les comptes de résultats établis sur une base sociale ou sur une base consolidée.

Sur une base sociale, les marges, tant brutes que corrigées des provisions, se sont redressées en 2002. La hausse récente ne compense toutefois que très partiellement l'érosion observée au cours des années antérieures. Cette amélioration résulte d'évolutions à l'actif comme au passif du bilan. Au passif, l'attrait des placements à faible risque à la suite des turbulences survenues sur les marchés financiers a contribué à l'accroissement des moyens d'action peu coûteux que sont les dépôts à vue et d'épargne. À l'actif, les établissements de crédit belges ont, comme



GRAPHIQUE 86 RÉDUCTIONS DE VALEUR SUR CRÉANCES ET CYCLE CONJONCTUREL

(données semestrielles corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

(1) Données sur une base consolidée.

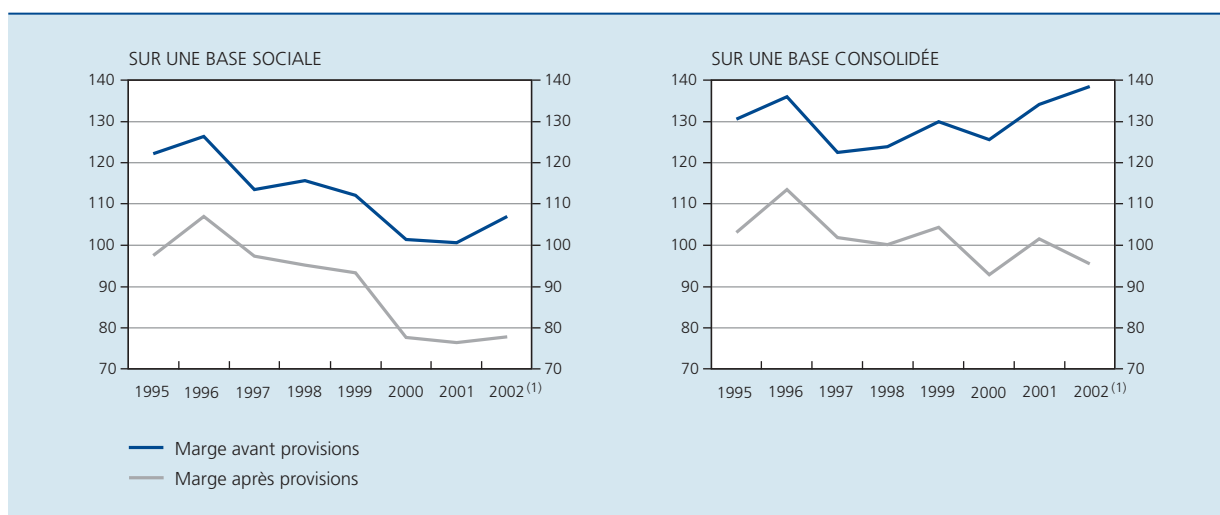
on l'a déjà mentionné, adapté les conditions de certains de leurs crédits dans le contexte de la détérioration de l'environnement conjoncturel.

Pour les données sur une base consolidée, en revanche, l'élargissement de la marge en 2002 s'inscrit dans un mouvement de plus long terme. Cette différence de tendance est due aux revenus d'intermédiation des filiales étrangères des établissements de crédit belges, l'élargissement des marges s'étant effectué plus tôt et avec plus d'ampleur dans ces filiales que sur le marché bancaire belge. Ce développement pourrait résulter d'une concurrence moins aiguë sur certains des marchés étrangers où les banques belges exercent leurs activités. Il reflète toutefois aussi une différence de risque. L'écart entre marges brutes et marges corrigées pour tenir compte des provisions apparaît en effet beaucoup plus élevé sur une base consolidée que sur une base sociale. Après prise en compte des provisions pour risques sur créances et titres, la marge d'intermédiation se serait même contractée sur une base consolidée en 2002.

Les prêts à l'étranger des banques belges semblent avoir, en moyenne, un taux de défaut plus élevé, parce que accordés pour partie dans des pays qui présentent davantage de risques. Quoique la majeure partie des créances sur l'étranger soit concentrée sur les pays industriels d'Europe occidentale et sur les États-Unis, une fraction non négligeable de ces créances se compose d'actifs constitués sur des contreparties provenant des économies émergentes les plus vulnérables et sur le Japon. Au cours des neuf premiers mois de 2002, les banques belges

GRAPHIQUE 87 MARGE D'INTERMÉDIATION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES SUR UNE BASE SOCIALE ET SUR UNE BASE CONSOLIDÉE

(points de base)

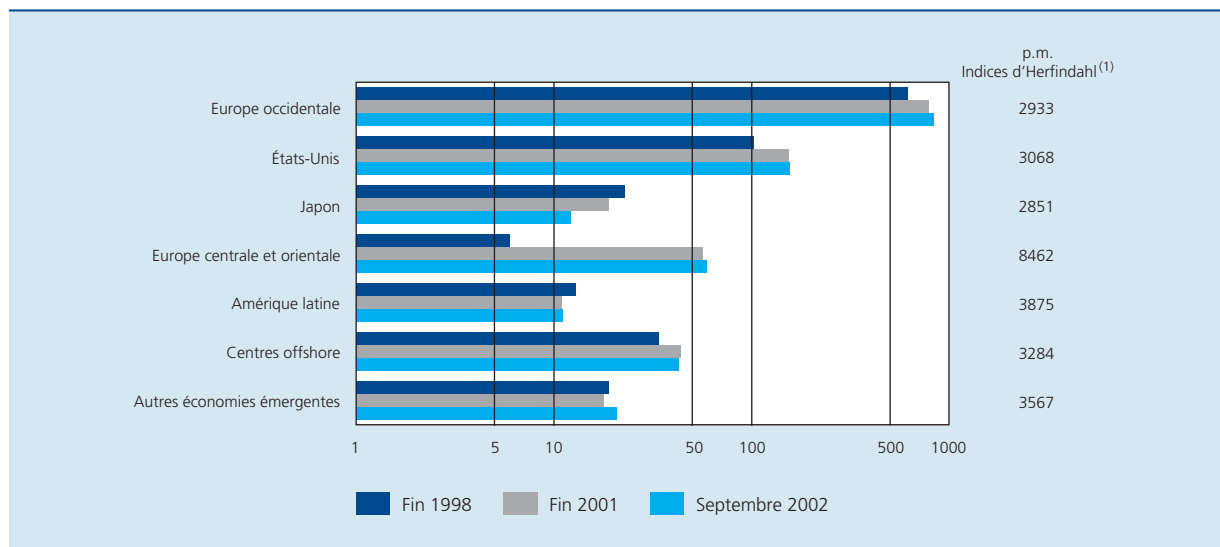


Source : BNB.

(1) Données pour les neuf premiers mois de l'année.

GRAPHIQUE 88 VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES CRÉANCES DÉTENUES SUR L'ÉTRANGER PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée, pourcentages des fonds propres réglementaires, échelle logarithmique)



Source : BNB.

(1) L'indice d'Herfindahl est la somme des carrés des parts de marché des différents établissements de crédit dans les actifs totaux des établissements de crédit belges vis-à-vis de ces groupes de pays, exprimées en pourcentage. L'indice peut théoriquement varier de 0 à 10.000.

semblent avoir progressivement réduit leurs expositions vis-à-vis de ce dernier pays. En revanche, les prêts aux pays d'Europe centrale et orientale ont continué à progresser. L'octroi de crédit à ces pays a décuplé depuis la fin de 1998 et représentait, à la fin de septembre 2002, environ 60 p.c. des fonds propres réglementaires du secteur bancaire belge, contre 6 p.c. à la fin de 1998.

Ces positions globales peuvent toutefois résulter de situations très différentes d'une banque à l'autre, dans la mesure où certains établissements de crédit se sont davantage spécialisés dans les relations avec certains pays. D'une mesure du degré de concentration à l'aide de l'indice d'Herfindahl, il ressort que les banques belges ont une concentration de leurs actifs relativement plus importante sur chacune des différentes régions du monde que vis-à-vis de la Belgique : à la fin de septembre 2002, cet indice, dont la valeur maximum peut atteindre 10.000, s'élevait dans le meilleur des cas à 2.851, contre 2.008 seulement pour les actifs belges. Ceci n'est guère étonnant dans la mesure où les plus petits établissements de crédit belges concentrent leurs activités surtout sur la clientèle locale. Néanmoins, le niveau de l'indice susmentionné est particulièrement élevé pour l'Amérique latine et, plus encore, pour les pays d'Europe centrale et orientale. Pour cette région, l'indice s'élevait à 8.462, reflétant une forte concentration auprès de KBC.

Incidence des évolutions sur les marchés financiers

Malgré le maintien de la croissance des revenus d'intérêts des établissements de crédit belges, le produit bancaire total a diminué de 3 p.c. au cours de la période sous revue. Les évolutions survenues sur les marchés financiers ont, en effet, pesé lourdement sur les autres catégories d'activités, occasionnant une chute des revenus non liés à l'intermédiation, de 12 p.c., au cours de la période d'octobre 2001 à septembre 2002. Comme cela avait déjà été le cas lors des douze mois précédents, ces revenus n'ont plus pu jouer le rôle de moteur de la croissance des revenus bancaires qu'ils avaient rempli pendant la majeure partie de la précédente décennie.

Le climat boursier défavorable a surtout fait sentir ses effets sur les revenus de commissions des établissements de crédit belges. Ceux-ci ont baissé de 13 p.c. au cours de l'année sous revue, diminution qui est en net contraste avec la forte croissance de cette composante des résultats au cours des dernières années. Le secteur bancaire belge tire une part importante de ses commissions de la conclusion d'opérations sur titres pour le compte de la clientèle et de la gestion de patrimoines. La perte d'intérêt pour les placements en actions s'est reflétée dans une réduction des volumes traités, et en particulier, de moindres souscriptions aux parts d'OPC spécialisés en capital à risque. Du côté de l'offre, les introductions en bourse ou augmentations de capital se sont tariées,

**TABLEAU 42** REVENUS AUTRES QUE LES REVENUS D'INTÉRÊTS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES ⁽¹⁾

(données sur une base consolidée, millions d'euros, sauf indication contraire)

	Octobre 1999 à septembre 2000	Octobre 2000 à septembre 2001	Octobre 2001 à septembre 2002	Pourcentages de variation	
				Entre les deux premières périodes	Entre les deux dernières périodes
Revenus nets de commissions	6.100	6.789	5.906	11,3	-13,0
Résultats nets de l'activité de négoce en valeurs mobilières . . .	1.133	1.294	517	14,2	-60,0
Résultats nets de la réalisation de titres	1.387	1.056	1.399	-23,8	32,4
Autres revenus	3.707	3.240	3.070	-12,6	-5,3
Total	12.326	12.379	10.892	0,4	-12,0

Source : BNB.

(1) Y compris les résultats des succursales belges de banques étrangères.

ce qui a comprimé les revenus de l'activité de banque d'investissement. Par ailleurs, la baisse des cours a aussi contribué à un recul des commissions obtenues sur la gestion d'OPC ou de portefeuilles de clients individuels dans la mesure où ces commissions sont en partie liées à la valeur, au prix du marché, des fonds placés. Le lien assez étroit observé entre les revenus nets de commissions et l'évolution des cours, conjugué au poids accru de cette source de revenus dans le produit bancaire, a eu pour effet d'augmenter la sensibilité des résultats des banques belges au climat boursier. La baisse des cours a également entraîné une augmentation du nombre de

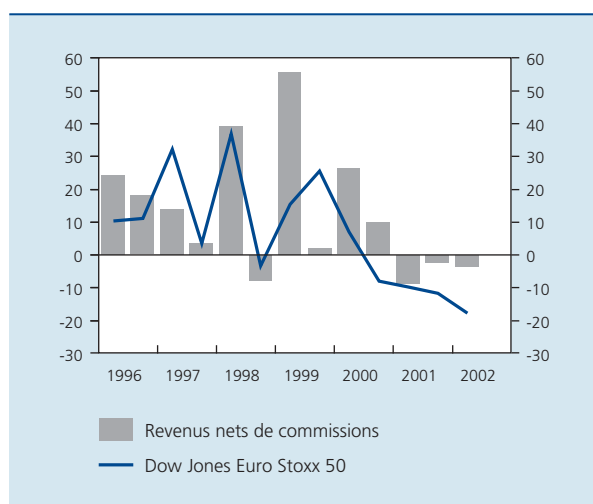
clients insatisfaits des mauvaises performances de leur portefeuille. Il s'en est suivi un accroissement des plaintes relatives à l'information fournie par le secteur bancaire, d'autant que certains produits financiers offerts étaient assez complexes. Les risques de réputation liés à l'activité bancaire se sont donc accrus.

Les résultats nets de l'activité de négoce en valeurs mobilières ont également diminué fortement au cours de la période sous revue. La plupart des institutions ont enregistré des gains limités, voire des pertes, sur les opérations sur titres qu'elles effectuent pour leur compte propre. À l'inverse des revenus de commissions qui, comme on l'a vu ci-dessus, sont surtout tributaires de l'évolution des cours de bourse, les revenus des activités de négoce répondent davantage aux variations des taux à long terme, dans la mesure où les portefeuilles commerciaux des banques belges comportent beaucoup plus d'obligations que d'actions. Au cours de la période de douze mois allant d'octobre 2001 à septembre 2002, ces revenus se sont dès lors inscrits en net recul pendant la première sous-période de six mois, caractérisée par une hausse temporaire des taux à long terme, pour à nouveau s'accroître durant la seconde sous-période, lorsque les taux du marché des capitaux ont repris leur mouvement à la baisse.

Une autre rubrique du compte de résultats qui dépend fortement de l'évolution de la courbe des taux d'intérêt est celle des revenus provenant de la réalisation de plus-values sur titres. Le lien est toutefois moins direct. Si une diminution des taux permet aux banques belges d'engranger des plus-values latentes sur leur important portefeuille d'obligations, ces gains en capital ne se concrétisent toutefois que lors de la vente des titres. Les

GRAPHIQUE 89 REVENUS NETS DE COMMISSIONS ET COURS DES ACTIONS

(pourcentages de variation par rapport au semestre précédent)



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

établissements de crédit disposent donc d'une certaine latitude pour déterminer la proportion de ces plus-values qui est mise en réserve en vue de constituer un volant supplémentaire de provisions en couverture de risques futurs, et celle qui est immédiatement réalisée dans le but de lisser l'évolution des revenus. L'évolution récente de cette source de rentrées semble indiquer qu'une proportion importante du secteur bancaire a eu recours à cette seconde stratégie. Le niveau fort bas atteint aujourd'hui par les taux à long terme limite toutefois les possibilités de baisse ultérieure des taux et donc le potentiel de plus-values additionnelles.

En dépit du récent recul, les revenus autres que d'intérêts se sont progressivement imposés, durant la précédente décennie, comme une des composantes majeures des résultats des banques, grâce à un taux de croissance à long terme plus élevé que celui des produits d'intérêts. Cependant, les conséquences des dernières turbulences sur les marchés financiers indiquent que cette évolution n'est pas sans risque. De par leur forte corrélation avec l'évolution des prix des actifs financiers, ces revenus paraissent sensiblement plus volatils que ceux liés à l'activité d'intermédiation classique. Ce sont principalement

les résultats nets de la négociation de titres pour compte propre et les produits de la réalisation de plus-values sur le portefeuille de titres qui se révèlent les sources de revenus les plus fluctuantes.

Conditions d'exercice de l'activité de bancassurance

La sensibilité du secteur bancaire belge aux évolutions des marchés s'est aussi renforcée du fait de la combinaison des activités de banque et d'assurance au sein de grands conglomérats. Si le concept de bancassurance n'est pas propre à la Belgique, il y est toutefois beaucoup plus développé que dans la plupart des autres pays.

Le regroupement des activités de banque et d'assurance, qui a vu le jour au cours des années nonante, répondait à diverses considérations. Il visait d'abord à s'adapter à la demande des investisseurs. Ceux-ci cherchaient en effet à réorienter leur portefeuille vers des placements qui, d'une part, offraient un rendement supérieur aux produits bancaires, d'autre part, s'inscrivaient dans des échéances à plus long terme en vue de la constitution de pensions complémentaires. En se combinant, ces deux facteurs ont accru l'intérêt pour les produits offerts par les investisseurs institutionnels, tels les OPC et les compagnies d'assurances.

Du côté de l'offre, les banques entendaient, en collaborant avec des compagnies d'assurances, dégager diverses synergies. Dans le domaine de la distribution, celles-ci devaient être réalisées grâce à l'utilisation commune du large réseau d'agences dont disposent les banques. En matière de production, certains contrats présentent des caractéristiques communes, tels les produits d'assurance liés à des fonds de placement et les parts d'OPC, tandis que d'autres se prêtent bien à des ventes croisées, comme les contrats d'assurance-vie et les prêts hypothécaires.

Au cours de ces dernières années, une vague de fusions entre des entreprises des deux secteurs a considérablement modifié le paysage financier belge. Il s'en est suivi que le mouvement de concentration ne s'est pas limité au secteur bancaire, mais s'est aussi étendu à celui de l'assurance. À la fin de 2001, les cinq groupes de bancassurance les plus importants représentaient une part de 86,3 p.c. du marché bancaire et de 64,6 p.c. de celui de l'assurance. Dans ce dernier secteur la concentration était plus forte en assurance-vie, où la part des cinq groupes s'élevait à 74,4 p.c., qu'en assurance non-vie où elle se limitait à 47 p.c.

TABLEAU 43 CROISSANCE ET VOLATILITÉ DES PRINCIPALES SOURCES DE REVENUS DES BANQUES DURANT LA PÉRIODE 1999-2002

(données sur une base consolidée, pourcentages)

	Coefficient de variabilité ⁽¹⁾	Taux de croissance moyen ⁽²⁾
Revenus d'intérêts totaux avant provisions pour créances et titres	5,4	6,0
<i>p.m.</i> Revenus d'intérêts totaux après provisions pour créances et titres	4,0	4,1
Revenus autres que les revenus d'intérêts	11,3	8,2
Revenus nets de commissions. . .	12,9	16,5
Résultats nets de l'activité de négoce en valeurs mobilières	127,7	2,8
Résultats nets de la réalisation de valeurs mobilières	54,6	-10,7
Autres	5,7	9,6
Total	6,1	7,0

Source : BNB.

(1) Défini comme l'écart-type des taux de variation trimestrielle, corrigés des variations saisonnières pour la période courant du premier trimestre de 1999 (première période où des données trimestrielles consolidées sont disponibles) au troisième trimestre de 2002. L'écart-type est exprimé en pourcentage du taux de variation moyen.

(2) Défini comme le rendement annuel actuariel entre fin 1998 et fin septembre 2002.



TABLEAU 44 PARTS DE MARCHÉ DES PRINCIPAUX GROUPES DE BANCASSURANCE SUR LE MARCHÉ BELGE À LA FIN DE 2001 ⁽¹⁾
(données sur une base consolidée, pourcentages)

Groupe	Marché de l'assurance	Marché de l'assurance-vie	Marché de l'assurance non-vie	Marché bancaire
Fortis	22,9	28,0	13,7	31,6
Dexia – Artesia	8,5	11,4	3,3	17,4
KBC	10,4	11,5	8,5	22,9
ING / BBL	7,8	10,2	3,4	11,9
Axa	15,0	13,3	18,1	2,5
Total	64,6	74,4	47,0	86,3

Sources : UPEA, BNB.

(1) La part de marché de l'activité d'assurance est calculée en pourcentage du total des primes perçues. En ce qui concerne l'activité bancaire, cette part est définie en pourcentage du total des dépôts constitués par les résidents.

Par delà l'exploitation de ces divers avantages, la constitution de groupes de bancassurance répondait aussi à des motivations financières. Ces conglomérats se sont constitués à une époque où les compagnies d'assurances dégageaient une meilleure rentabilité et bénéficiaient de taux de capitalisation plus élevés que les banques. Un regroupement des deux activités a permis aux groupes financiers belges d'atteindre des rendements sur fonds propres plus conformes aux attentes des actionnaires. Dans le même temps, l'assise financière plus large de ces groupes, s'appuyant sur une capitalisation plus forte, leur a offert les moyens nécessaires pour financer des programmes d'expansion dans le contexte d'une consolidation générale du secteur bancaire au niveau international.

Ces atouts se sont toutefois érodés ces dernières années. Alors que le taux de capitalisation des banques s'est stabilisé, il s'est réduit dans les compagnies d'assurances. De même, l'écart de rentabilité entre ces deux secteurs s'est progressivement atténué pour s'inverser à partir de 2001.

Ces évolutions relatives au sein des deux branches d'activité ne sont pas propres à la Belgique. Elles s'observent également dans les autres pays, plus particulièrement en Europe.

TABLEAU 45 SOLVABILITÉ ET RENTABILITÉ DANS LE SECTEUR DES BANQUES ET DES ASSURANCES EN BELGIQUE
(données sur une base sociale pour les assurances et consolidée pour les banques, pourcentages)

Année	Banques			Assurances	
	Ratio Cooke ⁽¹⁾	Taux de capitalisation ⁽²⁾	Rentabilité des fonds propres ⁽³⁾	Taux de capitalisation ⁽²⁾	Rentabilité des fonds propres ⁽³⁾
1995	11,90	2,63	9,41	10,63	10,58
1996	11,84	2,63	11,15	10,22	13,37
1997	11,52	2,70	11,69	10,50	20,14
1998	11,32	2,82	10,89	9,83	34,16
1999	11,91	2,58	15,36	7,64	26,92
2000	11,93	2,82	20,34	7,46	21,46
2001	12,87	2,75	13,42	7,22	12,10

Sources : CBF, OCA, BNB.

(1) Coefficient, à la fin de la période, de couverture en fonds propres des actifs pondérés par les risques tel que défini par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

(2) Rapport entre les fonds propres et le total du passif à la fin de la période.

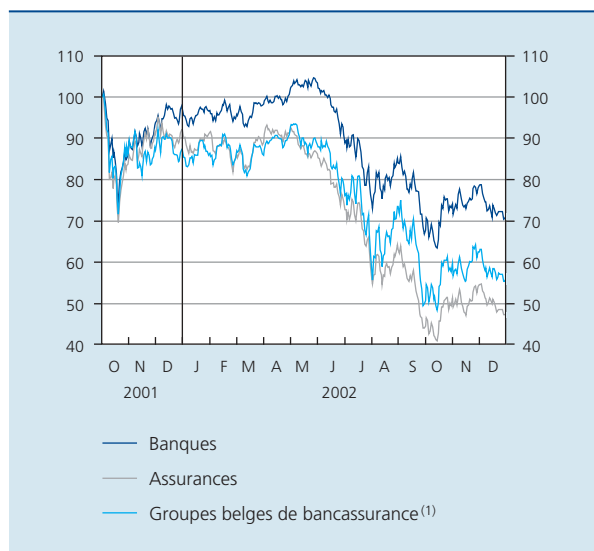
(3) Rapport entre le résultat net après impôts et les fonds propres.

Au cours de la période qui a suivi les attentats du 11 septembre 2001, l'indice des cours des compagnies d'assurances a évolué, dans l'UE, de manière sensiblement plus défavorable que l'indice correspondant pour les établissements de crédit. Les cours des principaux groupes financiers belges reflètent le caractère mixte de leurs activités : ils ont évolué à mi-chemin entre les indices bancaire et d'assurance.

Les causes de ces évolutions négatives des cours de bourse et de la position financière des compagnies d'assurances sont multiples. Certains facteurs sont imputables à l'activité d'assurance proprement dite. Durant la période récente, une série d'événements accidentels a eu pour effet de gonfler l'ampleur des dommages que les compagnies ont eu à couvrir. Dans le même temps, le niveau des primes n'a pas toujours suivi, les compagnies ayant cherché, dans un contexte d'assez forte concurrence, à reporter l'ajustement de leurs tarifs en se reposant sur leurs revenus financiers. Les développements récents survenus sur les marchés financiers ont mis en lumière les inconvénients d'une telle politique. Au cours de ces derniers mois, les entreprises d'assurances ont eu tendance à augmenter les primes pour certains contrats, tels que la responsabilité civile automobile ou les risques industriels, en vue de compenser l'étiollement des résultats financiers.

GRAPHIQUE 90 COURS BOURSISERS DANS LES SECTEURS DES BANQUES ET DES ASSURANCES DANS L'UNION EUROPÉENNE⁽¹⁾

(données journalières, indices 1^{er} septembre 2001 = 100)

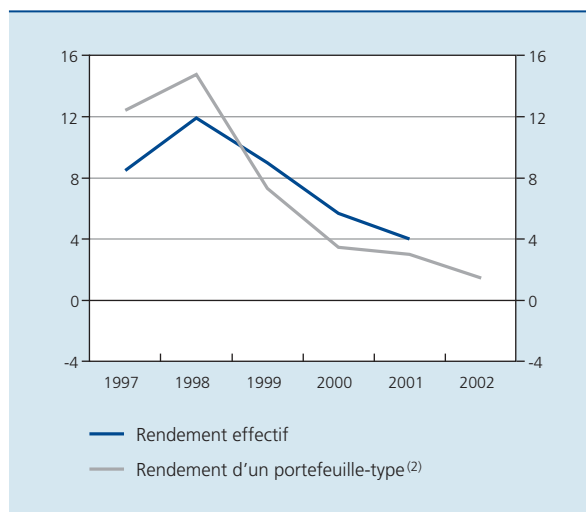


Sources : Bloomberg, Thomson Financial Datastream, BNB.

(1) Moyenne des cours des quatre principaux groupes de bancassurance sur le marché belge (Fortis, KBC, Dexia et ING), pondérée d'après le total du bilan au 31 décembre 2001.

GRAPHIQUE 91 RENDEMENT DU PORTEFEUILLE D'INVESTISSEMENT DES COMPAGNIES D'ASSURANCES

(pourcentages de la valeur du portefeuille⁽¹⁾)



Sources : Thomson Financial Datastream, UPEA, BNB.

(1) Y compris les plus-values ou moins-values et les corrections de valeur.

(2) Portefeuille composé à 30 p.c. d'obligations publiques belges, à 40 p.c. d'obligations de sociétés en euro de sept à dix ans, à 18 p.c. d'actions internationales, à 5 p.c. d'actions belges et à 7 p.c. de liquidités en euro à deux mois.

La détérioration de cette dernière composante constitue en fait la source principale de la baisse de la rentabilité des compagnies d'assurances. Elle découle des effets combinés du recul des cours de bourse et de l'évolution des taux d'intérêt sur le marché des capitaux.

À court terme, c'est surtout le premier de ces deux facteurs qui fait sentir ses effets. Le rendement global du portefeuille d'actifs financiers des compagnies d'assurances, en ce compris les plus-values ou moins-values et corrections de valeur, est progressivement revenu de 11,9 p.c. en 1998 à 4 p.c. en 2001. Si les données pour l'année 2002 ne sont pas encore connues, un calcul approximatif, basé sur le rendement d'un portefeuille ayant une structure comparable à celui de l'ensemble des compagnies d'assurances belges, indique clairement que ce repli s'est poursuivi en 2002.

La détérioration aurait été plus prononcée encore si le portefeuille des compagnies d'assurances belges n'avait pas été sous-pondéré en actions par rapport à celui des autres compagnies européennes. Abstraction faite des actions détenues indirectement, par exemple par le biais de parts d'OPC, pour lesquelles on dispose de peu d'informations, les actions n'entrent, en effet, que pour quelque 20 p.c. dans les actifs financiers des compagnies d'assurances belges. Si ce pourcentage est comparable à



TABLEAU 46 ACTIONS DÉTENUES DIRECTEMENT PAR LES BANQUES ET LES COMPAGNIES D'ASSURANCES À LA FIN DE 2001 ⁽¹⁾
(pourcentages du total des actifs)

	Allemagne	Royaume-Uni	France	Italie	Belgique
Banques	5,9	2,7	10,4	5,8	0,5
Compagnies d'assurances	20,0	54,7	20,7	33,1	19,3

Sources : BRI, BNB.

(1) Actions cotées et non cotées.

celui observé en France et en Allemagne, il est nettement inférieur aux taux enregistrés en Italie et, surtout, au Royaume-Uni.

En contrepartie, les groupes belges détiennent un pourcentage élevé d'obligations. Ce poste d'actifs a permis, grâce à la baisse des taux à long terme, de dégager des plus-values en capital qui ont en partie compensé les pertes sur le portefeuille d'actions. À plus long terme, toutefois, toute baisse supplémentaire des taux sur le marché des capitaux permettra plus difficilement aux entreprises d'assurances de dégager les niveaux de revenus requis pour, à la fois, couvrir les frais de gestion et offrir les taux de rendement garantis à leurs principaux contrats d'assurance-vie. Le taux maximum de référence

pour ce rendement garanti a bien été réduit de 4,75 à 3,75 p.c. en 1999, mais les contrats conclus avant cette date bénéficient toujours, jusqu'à leur échéance, du taux de 4,75 p.c.

9.3 Environnement légal et réglementaire

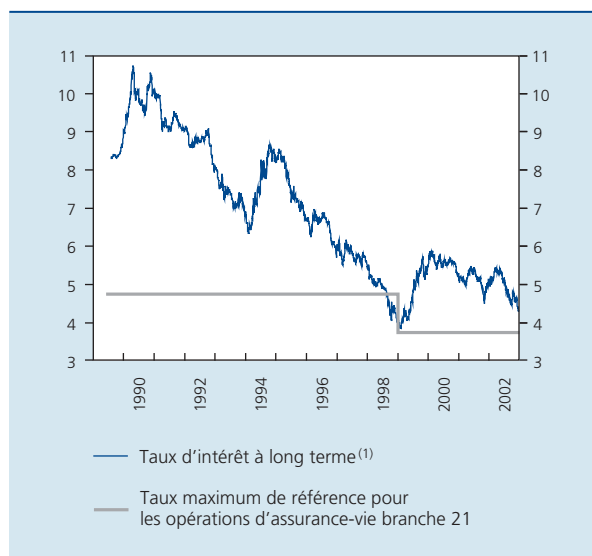
Promotion de la stabilité des marchés financiers internationaux par le FMI

La promotion de la stabilité financière internationale est restée au cœur de la mission du FMI. Les efforts pour prévenir et résoudre les crises financières comme celles qui affligent les économies de marchés émergents d'Amérique latine et d'Asie de l'Est depuis le milieu des années nonante ont été fortement intensifiés. La proposition, faite en novembre 2001 par le FMI, de mettre en place un mécanisme de restructuration des dettes souveraines (MRDS) a réactivé le débat général sur la prévention et la résolution de ces crises et a suscité différentes initiatives.

La mise au point d'un instrument pouvant être mobilisé de manière rapide et prévisible permettrait aux pays devenus incapables de supporter les charges de leurs dettes de parvenir rapidement à un accord avec leurs créanciers, tout en limitant les dégâts économiques et l'effondrement de la valeur des actifs. La diversité et la dispersion accrues des créanciers ont en effet engendré des problèmes de coordination et d'action collective.

Pour combler cette lacune dans le dispositif actuel et renforcer l'architecture financière internationale, le FMI poursuit deux stratégies qui pourraient être complémentaires et se renforcer mutuellement. Une démarche juridique, semblable à la procédure appliquée en cas de faillite, permettrait à un débiteur souverain et à une majorité qualifiée de créanciers de conclure un accord ayant

GRAPHIQUE 92 RENDEMENT MAXIMUM GARANTI SUR LES PRODUITS DE LA BRANCHE 21
(données journalières, pourcentages)



Source : Thomson Financial Datastream.

(1) Taux sur le marché secondaire des emprunts de l'État belge à dix ans.

force exécutoire pour tous les créanciers. Une démarche contractuelle généraliserait l'insertion de clauses de restructuration globale dans les instruments d'emprunt.

Il a été demandé au FMI, lors de l'assemblée annuelle de septembre 2002, de préparer, pour le printemps 2003, un projet concret de MRDS. De son côté, le G10 a mené des travaux visant à faciliter la mise en œuvre de l'approche contractuelle. Il a engagé un dialogue sur les clauses d'action collective avec les créanciers privés et les émetteurs souverains des marchés émergents et a travaillé à l'élaboration de clauses types et à la promotion de leur inclusion rapide dans les émissions d'obligations souveraines. L'engagement, pris par l'UE lors du Conseil Ecofin informel qui s'est tenu à Copenhague début septembre, d'inclure de telles clauses dans toutes les nouvelles émissions effectuées sous juridiction étrangère par les États membres est un pas important dans ce sens.

La prévention de l'emploi abusif du système financier pour le financement du terrorisme et le blanchiment du produit d'activités illicites demeure également une priorité des institutions financières internationales. Le FMI et la Banque mondiale ont convenu, lors de leurs réunions du printemps, d'une méthode globale pour évaluer les recommandations du Groupe d'action financière (GAFI).

Parmi ses travaux visant à renforcer la stabilité globale des marchés financiers, le FMI a également poursuivi son « Programme d'évaluation du secteur financier », qui a pour objectif de procéder à des examens de la solidité des systèmes financiers des États membres. Ces analyses se sont étendues à de nouveaux pays.

Aux deux sommets organisés par les Nations unies, à Monterrey en mars 2002 et à Johannesburg en avril 2002, sur le thème du développement durable et de son financement, la communauté internationale a souscrit à des partenariats avec les pays en développement, axés sur une responsabilisation mutuelle. Le FMI, la Banque mondiale, mais aussi les Nations unies sont appelés à jouer un rôle de coordination du programme établi pour mener la lutte contre la pauvreté dans le monde et favoriser le développement durable, la croissance et la viabilité financière. Les participants se sont également mis d'accord sur des principes directeurs régissant le financement de ces politiques.

Travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Après avoir connu un certain nombre de retards – liés à la volonté du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire de prendre en compte les nombreux commentaires

reçus en réaction au deuxième document consultatif soumis à l'ensemble de la communauté financière en janvier 2001 – le processus de révision de l'accord de 1988 sur les fonds propres des banques est entré dans sa phase de finalisation. Le comité a en effet rendu publiques un certain nombre d'améliorations aux propositions du document susvisé, principalement en ce qui concerne les modalités de calcul des exigences de fonds propres pour risques de crédit.

Il a d'abord voulu répondre à la critique selon laquelle les méthodes de calcul basées sur les systèmes internes de gestion des risques des banques pourraient rendre la politique de crédit particulièrement sensible aux variations de la conjoncture et, partant, accroître l'ampleur des cycles économiques. À cette fin, la courbe qui met en relation les fonds propres requis et les divers niveaux de risques a été aplatie et l'obligation de tester des scénarios de crise a été introduite.

Par ailleurs, des changements ont été apportés au traitement des PME. Le comité a reconnu la spécificité des risques liés aux prêts aux PME en proposant un régime spécifique pour ces derniers. D'abord, les banques qui gèrent leurs crédits aux PME selon des procédures identiques à celles utilisées pour les crédits de détail pourront appliquer aux premiers les exigences prévues pour ces derniers, pour autant que l'exposition totale de la banque sur une PME individuelle ne dépasse pas un million d'euros. En outre, les crédits aux PME qui ne seront pas repris dans le portefeuille de crédits de détail, mais dans le portefeuille de crédits aux entreprises, pourront bénéficier d'exigences de fonds propres réduites, en fonction de la taille de l'emprunteur. Cette réduction peut atteindre 20 p.c. pour les plus petites PME et devrait résulter en une diminution moyenne de 10 p.c., à probabilité de défaut égale, par rapport aux exigences normales pour les crédits aux entreprises. Toutes les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions d'euros entrent en ligne de compte pour ce régime.

Enfin, le comité a veillé à ne pas créer d'écarts trop importants entre les trois approches de calcul des exigences de fonds propres pour risques de crédit. Un certain nombre de modifications ont été apportées à l'approche standardisée en vue d'assurer le maintien du niveau actuel des fonds propres pour les banques qui feront usage de cette approche et de préserver la cohérence avec les modifications apportées aux approches basées sur les systèmes internes des banques. Ainsi, la pondération pour les crédits hypothécaires résidentiels a été ramenée de 50 à 40 p.c. et une nouvelle pondération de 75 p.c. a été introduite pour les crédits de détail non hypothécaires, en ce compris les crédits de moins de 1 million d'euros



aux PME. Dans le même temps, un certain nombre de paramètres de la variante de base des approches reposant sur les systèmes internes, en particulier celui relatif à la perte en cas de défaut, ont été revus à la baisse, car les études d'incidence quantitatives réalisées précédemment avaient montré que les propositions initiales du comité risquaient de créer une différence importante entre les fonds propres requis dans cette approche de base et dans l'approche avancée.

Pour les risques opérationnels, le comité a confirmé l'obligation d'une constitution spécifique de fonds propres. Alors que les réactions initiales des grandes banques internationales à l'encontre de cette exigence avaient été plutôt négatives, la plupart des établissements de crédit souscrivent aujourd'hui aux vues du comité. Les événements du 11 septembre 2001, ainsi que la multiplication des risques juridiques auxquels sont confrontées les banques, ne sont probablement pas étrangers à ce revirement. Les risques juridiques, qui sont inclus dans la définition des risques opérationnels arrêtée par le comité, ont en effet tendance à se multiplier dans la mesure où la prestation de services plus sophistiqués, dans le cadre notamment des activités de gestion d'actifs financiers, ou l'utilisation de nouveaux produits, tels les dérivés de crédits, amène les banques à conclure des contrats beaucoup plus complexes.

Comme les systèmes visant à mesurer le risque opérationnel sont encore en pleine évolution, le comité a élargi la possibilité, pour les banques, de recourir, à côté de méthodes forfaitaires, à leurs propres systèmes d'évaluation. Cette nouvelle approche, dite « de mesure avancée », devrait inciter les banques à poursuivre activement le développement de systèmes internes de gestion des risques opérationnels, étant donné que les méthodes plus avancées aboutissent en principe à une exigence de fonds propres moins élevée que les approches plus forfaitaires.

C'est également dans ce contexte que le comité a supprimé les planchers qu'il avait envisagé d'imposer aux exigences de fonds propres calculées au moyen des méthodes internes des banques pour les risques de crédit, d'une part, les risques opérationnels, d'autre part. Toutefois, les banques qui recourront à ces approches devront, pendant l'année qui précédera l'entrée en vigueur du nouvel accord, procéder à un calcul parallèle de leurs exigences de fonds propres selon, d'une part, la méthode de calcul actuelle, d'autre part, les nouvelles approches. En outre, les fonds propres des banques utilisant les modèles internes ne pourront pas tomber en dessous de 90 p.c. de l'exigence telle que calculée selon les normes actuelles pendant la première année d'application du nouvel accord et de 80 p.c. la deuxième année.

Ces nouvelles propositions ont fait l'objet, au cours du dernier trimestre de 2002, d'une troisième étude d'incidence quantitative en vue de permettre au comité de vérifier si l'objectif d'un maintien global des exigences de fonds propres au niveau actuel était atteint.

Le calendrier de mise en œuvre prévoit une nouvelle consultation du public durant le deuxième trimestre de 2003. En fonction des commentaires reçus à cette occasion, le comité a l'intention de parachever le nouvel accord sur les fonds propres des banques dans le courant du dernier trimestre de 2003, pour une entrée en vigueur fin 2006. Le comité n'a toutefois pas attendu pour se préoccuper de l'application effective du nouvel accord. Celui-ci laisse en effet une plus grande latitude aux autorités prudentielles nationales appelées à valider les modèles internes et les systèmes de gestion des risques des banques, en préconisant, en cas de besoin, d'imposer un niveau de fonds propres excédant les exigences quantitatives minimales. C'est dans ce contexte que le comité a créé un « Groupe de mise en œuvre de l'accord ».

Ce groupe se penche également sur la manière dont les banques et les superviseurs pourront constituer les importantes bases de données nécessaires pour utiliser les méthodes les plus avancées. Les banques belges pourront, sur ce point, bénéficier de l'existence à la Banque, depuis plusieurs années, d'une centrale des bilans et d'une centrale des crédits aux entreprises. L'Association belge des banques a d'ailleurs pris contact avec la Banque, en sa qualité de gestionnaire de ces centrales, pour examiner dans quelle mesure ces outils pourraient être utilisés pour compléter les données internes des banques par un certain nombre d'étalons représentatifs de la situation de l'ensemble du secteur bancaire belge. Dans une seconde étape, ces informations seraient échangées avec les centrales des risques étrangères, qui ont entrepris un exercice similaire.

Coopération entre autorités de surveillance

La réforme des exigences de fonds propres des banques fait l'objet de discussions parallèles au niveau européen, car le nouvel accord de Bâle devra être transposé dans une directive européenne avant d'être adopté en droit national. Vu la longueur du processus de co-décision, qui implique que chaque projet de directive ou de règlement soit préalablement approuvé par le Conseil de l'UE et le Parlement européen sur la base d'une proposition de la Commission, cette dernière a proposé d'étendre à la législation relative aux banques et aux entreprises d'assurances les propositions que le Comité de Sages, présidé par le

baron Lamfalussy, avaient émises concernant la législation en matière de valeurs mobilières.

Pour rappel, ces propositions visent à limiter les directives et règlements à la seule mise en place des principes généraux et à déléguer à la CE, assistée d'un comité réglementaire, le pouvoir de régler les questions à caractère plus technique, sur proposition d'un comité prudentiel qui veille également à l'application des dispositions réglementaires et à la convergence des pratiques nationales en matière de supervision. Tenant compte des liens spécifiques entre établissements de crédit et BCN, le Conseil Ecofin a proposé que ces dernières participent au comité prudentiel pour le secteur bancaire, qu'elles soient ou non en charge du contrôle des institutions individuelles. Avant d'entériner cette extension de la procédure Lamfalussy aux secteurs des banques et des assurances, le Parlement européen a toutefois souhaité procéder à une évaluation des premiers résultats de l'application de cette méthode dans le secteur des valeurs mobilières.

Sous cette réserve, les nouveaux arrangements institutionnels proposés par le Conseil Ecofin reconnaîtront le rôle des BCN dans la surveillance des établissements de crédit. Ils conforteront ainsi les solutions retenues dans la récente réforme des arrangements institutionnels en matière de surveillance du secteur financier en Belgique. La loi du 2 août 2002, tout en confirmant la compétence de la Commission bancaire et financière (CBF) et de l'Office de contrôle des assurances (OCA) en matière de contrôle microprudentiel, a en effet explicitement reconnu la mission macroprudentielle de la Banque visant à contribuer à la stabilité du système financier.

Cette loi confère, en outre, un rôle de coordination à la Banque et prescrit aux trois institutions de collaborer étroitement, notamment dans les domaines de la politique prudentielle, de la coopération internationale, de l'analyse macroprudentielle ou encore des études juridiques. En pratique, la loi introduit des liens institutionnels étroits entre ces institutions à trois niveaux.

Premièrement, la loi crée une coupole institutionnelle composée de deux organes, le Conseil de surveillance de l'Autorité des services financiers et le Comité de stabilité financière, qui seront tous deux présidés par le Gouverneur de la Banque. Le Conseil de surveillance de l'Autorité des services financiers sera composé des membres des conseils de surveillance des trois organismes et aura essentiellement un rôle consultatif. Le Comité de stabilité financière sera, quant à lui, composé des membres des trois comités de direction et examinera toutes les questions d'intérêt commun aux trois institutions ou à deux d'entre elles. La loi procède à une énumération non

limitative de ces questions: stabilité globale du système financier, coordination de la gestion de crise, coordination de la surveillance des conglomérats financiers, désignation et gestion des activités exercées en commun.

Deuxièmement, la moitié des membres des comités de direction de la CBF et de l'OCA, hors présidents, doivent être choisis parmi les membres du comité de direction de la Banque. La loi précise expressément qu'ils siègent à titre personnel. Ils ne représentent donc pas la Banque.

Troisièmement, la loi invite à une mise en commun de ressources en vue de dégager un maximum de synergies. Les modalités devront en être spécifiées dans un protocole à conclure entre les trois institutions ou, à défaut, arrêtées par le Roi. La loi autorise également la fusion de la CBF et de l'OCA par arrêté royal délibéré en Conseil des ministres avant le 30 juin 2003.

Adaptation de la législation financière européenne

La nouvelle architecture du contrôle prudentiel cherche à répondre aux évolutions récentes sur les marchés financiers belges, caractérisés en particulier par l'émergence de très grands groupes financiers actifs tant dans le secteur bancaire que dans celui de l'assurance. Au niveau européen, également, la globalisation des marchés et l'internationalisation des principaux intermédiaires financiers confortent la volonté des autorités d'accélérer l'adoption d'instruments réglementaires destinés à renforcer la sécurité et l'intégration des marchés financiers européens. La Commission, le Conseil et le Parlement ont dès lors poursuivi leurs efforts pour finaliser en temps voulu les instruments législatifs prévus par le Plan d'action des services financiers qui vise à réaliser le marché unique des services financiers à l'horizon 2005.

Ces efforts ont abouti à l'adoption définitive de la directive sur les contrats de garantie financière, de la directive relative à la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, de la directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché et du règlement sur l'introduction des normes comptables IAS/IFRS (International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards) qui rend obligatoire l'utilisation de ce standard pour les comptes consolidés de toutes les sociétés cotées à partir de 2005.

La directive relative à la surveillance complémentaire des conglomérats financiers a aussi été définitivement adoptée. Ceux-ci y sont définis comme des groupes dont au moins 40 p.c. de l'activité est financière et qui ont un caractère transsectoriel important. Cette directive règle



notamment la coordination du contrôle des groupes de bancassurance, les exigences en capital requises pour de tels conglomérats, ainsi que les obligations concernant la notification des transactions intragroupes et des concentrations de risques. En outre, elle prévoit le principe de la déduction des participations importantes dans d'autres entités financières. Cette directive revêt une importance particulière pour la Belgique, car les plus grands groupes financiers belges seront soumis au nouveau régime mis en place par la directive.

Le Conseil a adopté une position commune sur la directive relative aux institutions de retraite professionnelle qui vise à permettre le développement de l'affiliation transfrontalière à des fonds de pension sur la base de la reconnaissance mutuelle.

Enfin, au terme de longs débats, le Conseil est parvenu à un accord politique sur la proposition modifiée de directive sur les prospectus. Cette dernière vise à harmoniser les informations que doivent fournir les émetteurs de valeurs mobilières en cas d'offre au public ou en vue de leur admission à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre. Grâce à ce prospectus unique reconnu par tous les États membres, ces émetteurs pourront lever des capitaux sur l'ensemble du territoire de l'Union sans devoir accomplir d'autres formalités.

Évolution du cadre réglementaire belge

Outre la réforme des arrangements institutionnels en matière de supervision, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers réorganise également le contrôle des marchés de valeurs mobilières. Elle modifie la répartition des responsabilités en ce domaine entre la CBF, qui voit ses compétences élargies à l'ensemble des dispositions d'intérêt général, et les entreprises de marché qui ne conservent de compétences que pour les règles de nature contractuelle. Par ailleurs, la CBF reçoit le pouvoir d'imposer des amendes administratives aux personnes ayant commis une manipulation de marché ou un délit d'initié. Enfin, la loi habilite le Roi à prendre des mesures afin d'encadrer les systèmes de négociation alternatifs.

Cette même loi du 2 août 2002 modifie également la structure des organes de la CBF et de l'OCA, ainsi que leurs compétences respectives, en adoptant une structure duale composée d'un conseil de surveillance et d'un

comité de direction. Elle organise enfin la procédure à suivre pour introduire un recours contre les décisions de ces institutions.

En réponse aux scandales financiers survenus dans plusieurs pays durant l'année sous revue, le législateur belge a pris une autre mesure destinée à renforcer la confiance des investisseurs en adoptant, le 2 août 2002 également, la loi dite de *corporate governance*. Cette loi, qui vise à améliorer l'administration des entreprises, organise la manière dont une personne morale peut exercer un mandat dans les organes d'autres sociétés, introduit un cadre légal pour le comité de direction, apporte certaines modifications à la loi relative à la publicité des participations importantes et prend une série de mesures destinées respectivement, à assurer l'indépendance des commissaires aux comptes, à régler les conflits d'intérêts et à préciser la manière dont les assemblées générales des sociétés cotées doivent être convoquées.

Une autre disposition importante, entrée en vigueur en 2002, concerne les dirigeants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. La loi du 3 mai 2002 assouplit le régime des incompatibilités de fonctions, afin de permettre aux administrateurs, directeurs ou gérants de ces institutions d'occuper des postes de dirigeants dans d'autres sociétés. De tels cumuls de mandats sont dorénavant autorisés pour autant qu'ils ne portent pas préjudice à la disponibilité requise pour exercer la fonction de dirigeant d'institutions financières, que les conflits d'intérêts ou autres risques, tels celui d'opérations d'initiés, soient évités et qu'une publicité adéquate de ces cumuls soit assurée.

9.4 Systèmes de paiement et de règlements de titres

Les attentats du 11 septembre 2001 ont démontré qu'un fonctionnement ininterrompu des marchés financiers ne peut être assuré en l'absence de systèmes de paiement et de règlements efficaces. Ces événements, tout en témoignant de la solidité d'ensemble des systèmes existants, ont amené à reconsidérer les conditions nécessaires pour assurer la continuité des opérations. D'une manière générale, les exigences devraient devenir plus strictes, ce qui devrait se refléter à la fois dans les standards mis au point dans les enceintes internationales et dans la surveillance de l'application de ces normes par les divers systèmes.

Ces évolutions impliquent directement la Banque qui est chargée de la surveillance des systèmes établis en Belgique. Ceux-ci recouvrent une large gamme de structures, certaines à portée internationale, en particulier

Euroclear ou SWIFT, d'autres concentrant leurs activités sur le territoire belge, tels Banksys ou d'autres encore, comme ELLIPS, qui sont gérés directement par la Banque. L'extension des activités de surveillance de la Banque à cette dernière catégorie, qui répond également à une préoccupation du SEBC, constitue un des importants développements de l'année 2002, permettant d'assurer une mise à niveau des conditions de concurrence entre les divers systèmes.

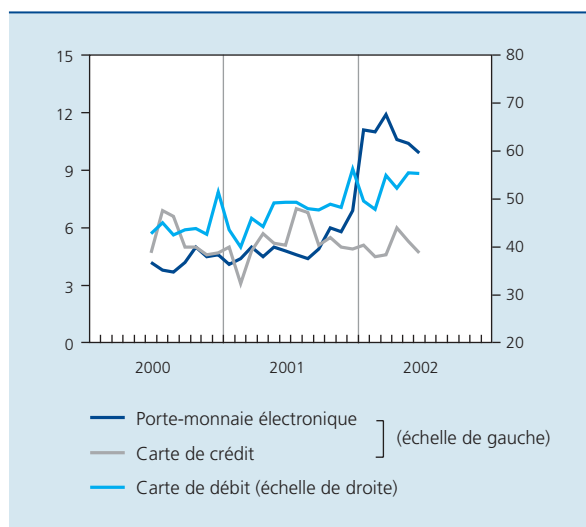
Afin d'éviter les conflits d'intérêts, il est important de garantir une stricte séparation entre la fonction d'oversight et la fonction de gestion opérationnelle des systèmes. Cette structure d'organisation a été adoptée par la Banque. Le critère d'indépendance entre surveillance et gestion s'impose toutefois aussi à l'ensemble des institutions organisant des mécanismes de paiement ou de règlements. La Banque attache une importance particulière à ce mode d'organisation car elle se repose largement sur l'aide des auditeurs internes mais aussi, le cas échéant, externes, des systèmes surveillés. Par delà les domaines spécifiques sur lesquels la Banque a concentré sa surveillance en 2002 – qui, comme indiqué ci-après, sont fonction des développements survenus au sein des divers systèmes – la définition de plans d'audits et la révision des conclusions de ces audits ont constitué le fil conducteur des activités de surveillance menées en cours d'année.

Systèmes de paiement

À la suite de la publication, en 2001, par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CPSS) du G10, des « Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique », de nouveaux standards d'oversight ont été développés en 2002, portant cette fois sur les paiements de détail. Au sein de l'UE, des normes de surveillance pour les systèmes en euro, ainsi que des objectifs de sécurité pour les systèmes de monnaie électronique, ont été soumis à consultation. De son côté, le CPSS a publié un rapport consultatif consacré aux questions de principe qui se posent aux BCN en matière de surveillance des systèmes de paiement de détail.

Cette catégorie spécifique de systèmes a été particulièrement concernée par l'introduction de l'euro fiduciaire. En Belgique, c'est essentiellement le système Banksys qui s'est trouvé en première ligne en tant qu'opérateur des mécanismes de paiement par carte et d'une partie des distributeurs de billets. La transition à l'euro s'est déroulée sans heurt et s'est traduite par une augmentation du volume des transactions assurées par Banksys, en particulier celles qui sont réalisées au moyen du porte-monnaie électronique Proton.

GRAPHIQUE 93 NOMBRE DE TRANSACTIONS EFFECTUÉES PAR LES CARTES BANCAIRES
(millions par mois)



Source : Banksys.

La surveillance de Banksys a essentiellement porté sur les conditions du passage à l'euro, mais a aussi couvert le mode d'organisation de la fonction d'audit et les procédures visant à assurer la continuité opérationnelle du système. En outre une attention particulière a été apportée à l'examen du projet de « migration EMV » (« Europay/MasterCard/Visa »), en vertu duquel tous les systèmes de paiement par carte utiliseront une puce intégrée à la carte au lieu de la piste magnétique. Ce nouveau système, qui nécessitera d'importants investissements supplémentaires, offrira l'avantage d'accroître significativement la sécurité des transactions.

Par ailleurs, la Banque a développé, en 2002, la surveillance de deux autres systèmes de paiement de détail. Le premier est le Centre d'échange d'opérations à compenser (CEC), géré par la Banque elle-même, qui sert de chambre de compensation automatisée pour les transactions de faibles montants. Le second est MasterCard qui a repris, en 2002, Europay, pour devenir MasterCard Europe. Cette société de droit belge émet principalement les cartes de crédit « MasterCard » et de débit « Maestro ». En décembre, la Banque a conclu avec MasterCard Europe un protocole d'accord visant à régler les aspects pratiques de son oversight sur celle-ci.

Dans le segment des paiements de gros, la Banque a procédé, dans le cadre du SEBC, à un oversight d'ELLIPS, maillon belge du système européen de règlement brut en temps réel TARGET. Cette évaluation a été réalisée sur la



base des «Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique».

Pour faciliter les paiements de gros impliquant plusieurs devises, le système «Continuous Linked Settlement» (CLS) a été mis en route en septembre 2002. Ce système, qui repose sur le principe de «paiement contre paiement», garantit que les deux volets d'une opération de change sont liquidés simultanément à la CLS Bank à New York et réduit ainsi radicalement les risques de décalage entre les deux composantes de la transaction. Le système accepte comme devises l'euro, le dollar américain, la livre sterling, le franc suisse, le dollar canadien, le dollar australien et le yen japonais. Il liquide les opérations à l'intérieur d'une plage horaire spécifique, pendant laquelle tous les systèmes de paiement des devises traitées sont ouverts. Deux banques belges figurent parmi les trente-neuf premiers participants, ce qui a amené la Banque à participer aux travaux de surveillance de CLS. Ceux-ci sont conduits sous l'égide de la Federal Reserve Bank de New York, responsable en première ligne, et ont en particulier porté, en 2002, sur la liquidité du système.

Systèmes de transactions sur titres

Après avoir publié, en novembre 2001, un rapport comprenant dix-neuf recommandations pour les systèmes de règlements de titres, le CPSS et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) ont fait paraître, en novembre 2002, un second rapport concernant la mise en œuvre de ces recommandations. Au niveau européen, un groupe de travail conjoint du SEBC et du «Committee of European Securities Regulators» (CESR) étudie les modalités d'adaptation des recommandations du CPSS et de l'IOSCO à l'ensemble de l'UE.

En mai, la CE a lancé une consultation sur les systèmes de compensation et de règlements existant dans l'UE. Le principal sujet de préoccupation concerne l'excès de fragmentation dans les chaînes de traitement des opérations sur titres après négociation. Cette consultation doit conduire, à brève échéance, à l'élaboration d'une politique adéquate de concurrence entre les systèmes de compensation et de règlements de titres, qui respecte les impératifs d'une gestion appropriée des risques.

La loi du 2 août 2002 a introduit en Belgique le statut d'organisme central de compensation ou de liquidation. En conséquence, la BNB, la banque Euroclear ainsi que la CIK, dépositaire central de titres (Central Securities Depository ou CSD) belge du secteur privé, ont, depuis septembre, le statut d'organismes de liquidation. Ce statut est requis pour toute institution qui compense ou

liquide des transactions conclues sur un marché réglementé belge ou étranger et est en principe ouvert à tout établissement de crédit, ainsi qu'à certaines autres catégories d'institutions. Des conditions d'agrément et des exigences minimales sont prévues pour les organismes de compensation non bancaires. Les modalités pratiques doivent encore être mises au point par des arrêtés d'exécution, après avis de la CBF et de la Banque, en tenant compte des normes internationales et européennes en vigueur en la matière. En outre, la loi précitée explicite le cadre des activités de contrôle et d'oversight. Les organismes de compensation ou de liquidation actifs en Belgique seront soumis désormais au contrôle prudentiel de la CBF, même s'ils n'ont pas le statut de banque. La loi confirme par ailleurs la compétence d'oversight de la Banque et reconnaît ainsi explicitement les particularités et spécificités de cette activité. Elle habilite également la Banque à récolter des informations dans le cadre de cette mission.

Le principal système de règlements de titres sur lequel porte la surveillance de la Banque est Euroclear. L'extension des activités de ce système en 2002 a été étroitement liée à la poursuite de la consolidation, en Europe, des systèmes de transactions sur titres. La Bourse portugaise et le marché de dérivés londonien Liffe ont été repris par la SA Euronext en janvier. Ils ont été intégrés au groupe respectivement sous les noms de Euronext Lisbon et Euronext.liffe. Les marchés d'Euronext sont établis à présent dans cinq pays différents de l'UE, dont un en dehors de la zone euro.

La chambre de compensation française Clearnet sert de contrepartie centrale unique pour les transactions conclues sur les marchés belges, français et néerlandais d'Euronext. En 2002, une plate-forme de compensation commune a été installée pour les marchés au comptant. Euronext Bruxelles et Euronext Amsterdam ont transféré leurs opérations vers cette nouvelle structure, déjà utilisée à Paris, respectivement en mars et en octobre. Les marchés de produits dérivés suivront en 2003. Les opérations conclues à la Bourse du Portugal seront également intégrées à cette plate-forme, après que Clearnet soit devenue au début de 2003, la contrepartie centrale pour les transactions conclues sur cette bourse. La London Clearing House (LCH) reste la chambre de compensation pour les transactions d'Euronext.liffe.

Pour le règlement des transactions sur les marchés d'Euronext, Euroclear agit comme opérateur privilégié. Les activités de ce dépositaire central international de titres (International Central Securities Depository ou ICSD) s'étendent cependant à d'autres segments de marchés, en particulier ceux des euro-obligations et des obligations domestiques. Le système Euroclear est géré par

Euroclear Banque, une institution de crédit belge à objet spécifique (*limited purpose bank*). Le processus de consolidation entamé par Euroclear en 2000 avec la reprise des activités du CSD irlandais et la fusion avec Sicovam, CSD français devenu à présent Euroclear France, s'est poursuivie cette année. Dans le cadre de l'accord de partenariat avec Euronext, Euroclear a acquis Necigef, le CSD néerlandais, rebaptisé Euroclear Netherlands, ainsi que les activités de règlements de la CIK. En septembre 2002, Euroclear a également fusionné avec CRESTCo, le CSD britannique.

L'approfondissement de la consolidation en Europe et l'élargissement consécutif du groupe Euroclear ont conduit la Banque à mettre en place une structure de surveillance coopérative basée sur la signature de protocoles de coopération avec ses homologues étrangers. Le but de cette coopération est de coordonner la surveillance du groupe Euroclear ou de certaines de ses activités spécifiques et d'éviter les redondances en cette matière. À la fin de l'année 2001, un premier protocole avait été signé entre les autorités belges (Banque et CBF) et françaises (Banque de France et Conseil des marchés financiers (CMF)). En 2002, deux nouveaux protocoles ont été conclus. Le premier, qui concerne exclusivement la liquidation par Euroclear des transactions passées sur les marchés Euronext, s'est traduit par la mise en place d'un comité regroupant les six autorités signataires, soit la Nederlandsche Bank, l'Autorité des marchés financiers néerlandaise, la Banque de France, le CMF, la Banque et la CBF. Le second protocole a été signé entre la Banque et la Banque d'Irlande suite à l'accord de sous-traitance passé entre cette dernière et Euroclear pour l'activité de règlement des obligations publiques irlandaises. Chacun de ces accords reconnaît le rôle de principale autorité de surveillance (*lead overseer*) de la Banque sur Euroclear. La fusion entre Euroclear Banque et CRESTCo devrait également conduire à la conclusion d'accords avec les autorités britanniques.

Le plan de surveillance annuel d'Euroclear mentionne explicitement les « Recommandations pour les systèmes de règlements de titres » du CPSS/IOSCO comme base de l'évaluation du système. En 2002, ce plan s'est plus spécifiquement concentré sur l'évaluation des activités d'audit, sur la fiabilité opérationnelle du fonctionnement du lien avec Clearstream, l'autre grand ICSD actif dans le règlement des opérations de titres, sur la finalité de la liquidation entre systèmes ainsi que sur la gestion des risques de crédit et de liquidité dans le système de règlements.

SWIFT

Une structure de surveillance coopérative, où la Banque agit aussi en tant qu'autorité de surveillance de première ligne, a également été adoptée pour SWIFT. Cette société, dont le siège est situé en Belgique, offre des services de messagerie hautement sécurisés pour la communication d'informations financières et apparentées entre ses membres. Elle est devenue un important fournisseur de services pour la communauté bancaire à l'échelle mondiale. La Banque remplit sa mission de surveillance conjointement avec d'autres BCN du G10 participant au CPSS.

Les BCN participantes ont convenu que la surveillance de SWIFT devrait être axée principalement sur la sécurité et la fiabilité opérationnelle des infrastructures de cette société. Concrètement, l'objectif de la surveillance exercée sur SWIFT consiste à vérifier que cette société a mis en place les procédures de gestion appropriées pour assumer efficacement les risques qu'elle peut poser pour la stabilité financière et la solidité des infrastructures de paiement et de règlement. L'attention portée à la sécurité et à la fiabilité fonctionnelle est définie au sens le plus large, ce qui implique que la structure d'organisation de l'entreprise, les procédures de gestion, et la conduite des opérations et les questions juridiques peuvent également être examinées.

Au cours du second semestre de 2002, un changement technique important a été introduit chez SWIFT. L'application informatique centrale, à savoir le service de stockage et de transmission de messages FIN, a été transférée sur un réseau adoptant la technologie du protocole Internet. Dans un délai de deux ans, SWIFT aura abandonné l'ancien système. Au cours de l'année sous revue, la surveillance de SWIFT a porté entre autres sur ce projet de migration, ainsi que sur la construction du nouveau réseau. La conception concrète de ce dernier et ses caractéristiques ont été examinées, de même que la gestion du processus de migration de l'activité de messagerie. Ce réseau permet à SWIFT d'offrir des services de messagerie interactifs en temps réel. L'éventail des services offerts grâce à cette technique est appelé à s'élargir à l'avenir, ce qui augmentera la complexité des opérations.



Notice méthodologique

Sauf indications contraires, lorsque des données sont comparées d'une année à l'autre, elles ont trait à la même période de chacune des années considérées.

Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, parce que les chiffres sont arrondis.

Pour pouvoir décrire l'évolution de diverses données économiques importantes relatives à la Belgique pendant l'ensemble de l'année 2002, il a fallu procéder à des estimations, car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est nécessairement encore très fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées en janvier 2003, sont marquées du signe « e ». Elles ne constituent que des ordres de grandeur destinés à illustrer les tendances qui semblaient d'ores et déjà se dégager. Pour les années antérieures à 2002, les données du Rapport sont celles des comptes nationaux officiels. Le commentaire de l'environnement international ou les comparaisons internationales se fondent en revanche sur des données émanant d'institutions internationales, qui pour l'année sous revue ont été clôturées quelques mois plus tôt.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant la Belgique ou les autres pays de la zone euro est l'euro. Le 1^{er} janvier 1999, celui-ci est en effet devenu la monnaie de l'ensemble de ces pays, hormis la Grèce pour laquelle il a remplacé la monnaie nationale le 1^{er} janvier 2001. Les montants se rapportant aux périodes qui précèdent son introduction sont convertis aux cours de conversion irrévocables de l'euro. La zone euro est définie dans le présent Rapport comme l'ensemble des douze pays de l'UE qui ont adopté la monnaie unique. Outre la Belgique, elle comprend l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. Par commodité, le terme de « zone euro » est aussi utilisé pour désigner ce groupe de pays pour des périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM.

Depuis 1999, l'ICN, conformément à l'obligation imposée par Eurostat, applique la méthodologie SEC 95 pour l'établissement des comptes nationaux, en remplacement de la méthodologie SEC 79. Ce nouveau système donne un aperçu plus précis et plus complet des évolutions économiques⁽¹⁾. Il garantit en outre mieux la comparabilité internationale des données macroéconomiques.

(1) Pour de plus amples informations à propos du nouveau système des comptes nationaux selon le SEC 95, voir la publication de l'ICN intitulée *Comptes nationaux 1998 - Partie I: Estimation des agrégats annuels*. Les modifications occasionnées par le passage à ce nouveau système pour le compte des pouvoirs publics sont détaillées de manière plus spécifique dans une autre publication de la même source, intitulée *Comptes nationaux 1998 - Partie II: Comptes des administrations publiques*.

Le Rapport intègre autant que possible les nouvelles définitions et méthodes découlant du SEC 95 au mode de présentation traditionnel de la Banque, qui garantissait un aperçu global et complet des principales évolutions survenues au sein de l'économie belge. Il continue toutefois d'exprimer les données en termes bruts, bien que le nouveau système présente les principaux agrégats issus des comptes nationaux sous la forme de résultats nets de la consommation de capital fixe. La présentation en données brutes présente l'avantage de limiter le problème lié à l'évaluation des amortissements qui repose sur la connaissance, supposée parfaite, du stock de capital fixe. En outre, en utilisant les mêmes concepts que par le passé, on rend plus aisée l'interprétation de certains mouvements tels que ceux de l'excédent brut d'exploitation. Pour des raisons analogues, la ventilation sectorielle regroupe, sous le titre de « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages qui constituent des secteurs distincts selon la méthodologie SEC 95. Les entreprises publiques de radiotélévision sont reprises dans le secteur des sociétés non financières jusqu'en 2001, et dans celui des administrations publiques à partir de 2002. Ce changement de secteur a été pris en compte dans le Rapport, mais lorsqu'il a un effet significatif, on a donné pour mémoire, ou en note de bas de tableau, une indication de ce qui serait advenu en son absence. Il découle de l'accord du Lambermont en Belgique, qui a modifié le financement des régions et communautés, et en vertu duquel la redevance radiotélévision est perçue à partir de 2002 par les régions, et non plus par les communautés. Conformément aux prescriptions du SEC 95, la redevance était considérée jusqu'en 2001 comme une vente de services des entreprises de radiotélévision, en paiement d'une dépense de consommation des ménages, étant donné que l'administration qui percevait la redevance était également celle qui finançait les entreprises. Subséquemment, leurs recettes propres (redevance et chiffre d'affaires) couvrant plus de la moitié des coûts, les entreprises publiques de radiotélévision étaient considérées comme des institutions publiques marchandes, classées dans le secteur des sociétés non financières. L'accord du Lambermont a rompu le lien direct entre le financement des entreprises et la redevance, de sorte qu'à partir de 2002, la redevance est considérée comme un impôt des particuliers, et non plus comme une dépense de consommation privée. De plus, les entreprises ne sont plus financées à titre principal par des recettes propres, mais par une dotation publique émanant des communautés. De ce fait, en application du SEC 95, elles sont désormais intégrées au secteur des pouvoirs publics.

Ce changement de secteur des entreprises publiques de radiotélévision a de multiples conséquences, purement comptables, sur le calcul de divers agrégats des comptes nationaux. Une présentation détaillée en a été fournie en annexe de l'article consacré à *L'économie belge en 2002* dans la Revue économique de la Banque du deuxième trimestre de 2002. Les différences les plus significatives portent sur le calcul du PIB, les dépenses de consommation privée et publique et enfin, la part des recettes et dépenses publiques dans le PIB. Le PIB en volume est réduit de 0,1 point de pourcentage, à concurrence de la partie de la redevance radiotélévision qui, avant 2002, n'était pas versée aux sociétés de radiotélévision, mais était affectée au budget des communautés. Les dépenses de consommation finale de l'économie sont diminuées du même ordre de grandeur : la totalité de la redevance n'est plus comptabilisée dans la consommation finale des ménages tandis que, en simplifiant quelque peu, les dépenses exposées par les sociétés de radiotélévision qui sont la contrepartie de la dotation des communautés s'ajoutent dorénavant à la consommation collective des pouvoirs publics. Quant aux recettes et dépenses totales desdits pouvoirs exprimées en proportion du PIB, elles sont majorées toutes deux de quelque 0,2 point de pourcentage, à raison des recettes propres des sociétés susvisées et de la partie de la redevance radiotélévision qui leur était versée auparavant, d'une part, des dépenses que ces recettes permettent de financer, d'autre part. Il est tenu compte, dans l'ensemble de ces indications chiffrées, de la suppression, en 2002, de la redevance à Bruxelles et en Flandre.

Dans le chapitre consacré à l'environnement international, la présentation a également été adaptée à l'introduction du SEC 95 ou de son équivalent, le Système de comptabilité nationale des Nations unies (SCN 1993). La nouvelle méthodologie est désormais utilisée sur une base très large dans les sources auxquelles on se réfère dans le Rapport, le plus souvent la CE et l'OCDE. Les statistiques que celles-ci fournissent ne sont néanmoins pas encore tout à fait uniformisées, puisque pour un



certain nombre de pays, le passage au SEC 95 ou au SCN 1993 n'a pas encore été réalisé, ou à tout le moins, ne l'est pas sur une base complète. En outre, la période pour laquelle la conversion des comptes nationaux d'un système à l'autre a été opérée demeure très variable de pays à pays.

Depuis l'entrée en vigueur de l'euro, la balance des paiements de l'UEBL ne fait plus l'objet d'un chapitre spécifique. Dans la zone euro, les modifications des flux financiers entre l'UEBL et les autres pays membres n'ont guère de signification pour la politique monétaire et la détermination du cours de l'euro. D'une part, l'allocation des ressources financières émanant d'agents économiques disposant d'un excédent d'épargne à des agents économiques en déficit n'est plus déterminée dans la zone euro par les attentes en matière de cours de change, ni par des écarts de taux d'intérêt dus à l'existence de plusieurs devises faisant l'objet de politiques monétaire et de change autonomes. D'autre part, l'usage d'une monnaie unique conduit à une intégration des marchés financiers et à une intensification des flux financiers entre les pays de la zone euro.

En revanche, les opérations courantes et en capital de la balance des paiements de la Belgique sont toujours commentées, dans le chapitre consacré à la synthèse des opérations par secteur. Elles fournissent des indications sur d'éventuels déséquilibres fondamentaux auxquels l'économie belge pourrait être confrontée, notamment en matière de compétitivité. Par ailleurs, l'évolution de la position financière de la Belgique à l'égard du reste du monde, c'est-à-dire l'accumulation nette de créances sur l'étranger, est déterminée, toutes autres choses restant égales, par le solde de ses opérations courantes et en capital avec le reste du monde.

La ventilation des comptes financiers entre particuliers et sociétés repose en grande partie sur les données en provenance des établissements de crédit. Les informations permettant de ventiler les autres opérations financières du secteur privé, notamment les transactions avec l'étranger ou les achats de valeurs mobilières, sont beaucoup plus fragmentaires. La statistique principale pouvant être utilisée à cette fin, à savoir la globalisation des comptes annuels des entreprises établie par la Centrale des bilans de la Banque, est en effet partielle, n'a qu'une fréquence annuelle et n'est disponible qu'après un délai de plusieurs mois. Il a donc été nécessaire d'introduire certaines hypothèses et de procéder à diverses estimations.

Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque

Liste des abréviations

BBA	British Bankers Association
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banques centrales nationales
BEA	Bureau of Economic Analysis
BLS	Bureau of Labor Statistics
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CBF	Commission bancaire et financière
CCE	Conseil central de l'économie
CCEG	Comité de contrôle pour l'électricité et le gaz
CE	Commission européenne
CEC	Centre d'échange d'opérations à compenser du système financier belge
CESR	Committee of European Securities Regulators
CIK	Caisse interprofessionnelle de dépôts et de virements de titres
CLS	Continuous Linked Settlement
CMF	Conseil des marchés financiers
CPSS	Comité sur les systèmes de paiement et de règlement
CSD	Central Securities Depository ou dépositaire central de titres
DTS	Droits de tirage spéciaux



ECOFIN	Conseil européen des Ministres de l'Économie et des Finances
ELLIPS	Electronic Large-value Interbank Payment System
ESB	Encéphalite spongiforme bovine
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
Federgon	Fédération des partenaires de l'emploi
FMI	Fonds monétaire international
FOREM	Office communautaire et régional de la formation professionnelle et de l'emploi
GAFI	Groupe d'action financière
G10	Groupe des dix
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IAS	International Accounting Standards
IBPT	Institut belge des services postaux et des télécommunications
ICN	Institut des comptes nationaux
ICSD	International Central Securities Depository ou dépositaire central international de titres
IFM	Institutions financières monétaires
IFRS	International Financial Reporting Standard
INS	Institut national de statistique
IOSCO	Organisation internationale des commissions de valeurs
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
LCH	London Clearing House
LSE	London Stock Exchange
MAE	Ministère fédéral des Affaires économiques
MCE	Mécanisme de change européen
MET	Ministère fédéral de l'Emploi et du Travail
MRDS	Mécanisme de restructuration des dettes souveraines
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NSC	Nouveau système de cotation
OCA	Office de contrôle des assurances
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligations linéaires
OMC	Organisation mondiale du commerce
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPC	Organisme de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
ORBEM	Office régional bruxellois de l'emploi
P/E	Price-earnings ratio ou rapport cours-bénéfices
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PNB	Produit national brut
RNB	Revenu national brut
RPIX	Indice des prix de détail à l'exclusion de versements d'intérêts sur les emprunts hypothécaires

S&P	Standard & Poor's
SCN	Système de comptabilité nationale
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SIFIM	Services d'intermédiation financière indirectement mesurés
SWIFT	System for worldwide interbank financial telecommunication
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer
TMT	Télécommunications, médias et technologies de l'information
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEBL	Union Économique Belgo-Luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
UMTS	Universal Mobile Telecommunications Systems
UPEA	Union professionnelle des entreprises d'assurances
VDAB	Vlaamse dienst voor arbeidsbemiddeling en beroepsopleiding



TABLEAU I RÉSUMÉ DES ÉVOLUTIONS MACROÉCONOMIQUES DANS QUELQUES PAYS DE LA ZONE EURO

	Belgique ⁽¹⁾		Allemagne		France		Italie		Espagne		Pays-Bas		Autriche	
	2001	2002 e	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Dépenses à prix constants														
Dépenses de consommation finale des particuliers	0,5	0,3	0,9	-0,3	1,5	0,8	0,7	-0,2	1,5	1,0	0,6	0,4	0,8	0,4
Dépenses des pouvoirs publics	0,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,8	0,6	0,3	0,7	0,5	1,0	0,6	-0,3	-0,1
Formation brute de capital fixe du secteur privé	0,3	-0,7	-1,1	-0,9	0,3	0,0	0,3	-0,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
dont : Formation brute de capital fixe non résidentiel	0,4	-0,6	-0,6	-0,7	0,4	0,0	0,2	-0,5	0,6	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6
Total des dépenses intérieures	0,5	0,3	-0,8	-1,1	1,6	1,0	1,6	0,7	2,8	1,8	1,3	0,0	-0,1	-0,3
Exportations	0,9	-0,8	1,7	0,6	0,4	0,1	0,2	-0,4	1,0	-0,1	1,2	-1,4	2,8	-0,5
Importations	-0,6	1,1	-0,3	0,8	-0,2	0,0	0,0	0,0	-1,1	0,1	-1,2	1,4	-1,7	1,4
<i>p.m. Exportations nettes</i>	0,3	0,3	1,4	1,4	0,2	0,0	0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	1,1	0,9
PIB	0,8	0,7	0,6	0,4	1,8	1,0	1,8	0,3	2,7	1,8	1,3	0,1	1,0	0,7
Inflation														
Indice des prix à la consommation harmonisé	2,4	1,6	2,4	1,3	1,8	1,9	2,3	2,6	2,8	3,6	5,1	3,9	2,3	1,7
Chômage ⁽²⁾														
Nombre de chômeurs (données CE)	6,7	7,3	7,7	8,2	8,5	8,7	9,4	9,0	10,6	11,4	2,5	2,7	3,6	4,1
Finances publiques ⁽³⁾														
Besoin (-) ou capacité de financement des pouvoirs publics	0,4	0,0	-2,8	-3,8	-1,4	-2,7	-2,2	-2,4	-0,1	0,0	0,1	-0,8	0,2	-1,8
Balance des paiements														
Solde des opérations courantes	4,0	5,5	0,1	2,0	1,6	1,8	0,0	-0,8	-2,6	-2,4	0,6	3,1	-2,2	-0,8

Sources : CE, OCDE, ICF, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

(2) Moyenne de onze mois pour 2002, sauf pour les Pays-Bas et l'Italie (dix mois).

(3) Y compris le produit de la vente des licences UMTS.

TABLEAU II PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, AUX PRIX DE 1995

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	0,9	2,3	3,0	2,2	3,3	1,0	0,6
Logements	-8,3	10,4	0,1	5,7	0,8	-2,0	-2,9
Formation brute de capital fixe des entreprises	3,5	8,6	4,8	2,5	4,2	2,9	-3,8
Dépenses des pouvoirs publics	1,6	0,4	1,0	4,7	2,3	1,0	2,4
Dépenses de consommation finale	2,2	0,3	1,1	3,5	2,4	2,1	1,9
Formation brute de capital fixe	-5,9	1,8	-0,1	19,4	1,9	-11,7	9,7
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	-0,5	8,5	3,2	4,5	3,2	0,5	-2,6
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,1	-0,2	0,5	-0,6	0,2	-0,5	0,2
Total des dépenses intérieures	0,8	2,9	3,2	2,4	3,3	0,5	0,4
Exportations de biens et services	2,2	6,3	5,6	5,3	8,5	1,2	-1,0
Total des dépenses finales	1,4	4,3	4,2	3,7	5,6	0,8	-0,2
Importations de biens et services	2,2	5,0	7,4	4,3	8,3	0,8	-1,5
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i> ⁽²⁾	0,1	1,1	-0,9	0,9	0,5	0,3	0,3
PIB	0,8	3,9	2,1	3,2	3,7	0,8	0,7

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des pouvoirs publics.

(2) Contribution à la variation du PIB.

TABEAU III RNB ET PRINCIPALES CATEGORIES DE DÉPENSES, AUX PRIX DE 1995
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,1	2,1	3,0	2,2	3,4	0,9	0,7
Logements	-8,4	10,5	0,0	5,7	0,9	-2,0	-3,0
Formation brute de capital fixe des entreprises	5,6	6,8	4,5	2,2	5,5	2,9	-4,3
Dépenses des pouvoirs publics	1,8	0,3	0,9	4,7	2,3	1,1	2,3
Dépenses de consommation finale	2,4	0,2	1,0	3,6	2,3	2,2	1,8
Formation brute de capital fixe	-5,9	1,8	-0,1	19,4	1,9	-11,8	9,7
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	0,9	7,2	3,0	4,3	4,1	0,5	-3,0
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,4	0,0	0,3	-0,5	0,3	-0,6	0,1
Total des dépenses intérieures	0,9	2,8	2,9	2,4	3,6	0,5	0,3
Exportations de biens et services	2,9	6,1	5,9	5,0	8,2	1,1	-0,8
Total des dépenses finales	1,7	4,2	4,2	3,6	5,7	0,8	-0,2
Importations de biens et services	2,5	5,1	7,5	4,1	8,4	0,8	-1,4
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i> ⁽²⁾	0,3	0,9	-0,7	0,9	0,3	0,3	0,4
PIB	1,2	3,6	2,0	3,2	3,7	0,8	0,7
Excédent ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange ⁽³⁾	-0,5	-0,6	0,8	-0,6	-1,6	0,0	0,9
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde ⁽³⁾	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,1
RNB	0,6	3,0	3,0	2,5	2,2	0,5	1,8

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des pouvoirs publics.

(2) Contribution à la variation du PIB.

(3) Contribution à la variation du RNB.

TABLEAU IV DÉFLATEURS DU RNB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	2,2	1,7	1,0	1,3	2,3	2,5	1,9
Logements	0,8	0,7	1,7	0,9	2,8	0,8	2,5
Formation brute de capital fixe des entreprises	1,9	0,4	1,6	2,2	1,7	0,4	-0,7
Dépenses des pouvoirs publics	1,2	2,2	2,2	1,5	2,5	2,8	2,7
Dépenses de consommation finale	1,3	2,4	2,2	1,6	2,4	3,0	3,1
Formation brute de capital fixe	0,7	0,1	1,9	1,2	3,0	-0,1	-1,4
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> (1)	1,5	0,5	1,7	1,8	2,1	0,5	0,0
Total des dépenses intérieures (2)	1,8	1,6	1,4	1,4	2,3	2,2	1,8
Exportations de biens et services	1,8	4,6	-1,1	0,0	9,7	1,4	-1,0
Total des dépenses finales (2)	1,8	2,9	0,3	0,8	5,6	1,8	0,5
Importations de biens et services	2,6	5,5	-2,3	0,7	11,8	1,4	-2,2
<i>p.m. Termes de l'échange</i>	-0,8	-0,8	1,2	-0,8	-1,9	0,0	1,2
PIB	1,2	1,3	1,7	1,4	1,3	2,0	2,2
RNB	1,7	1,9	0,8	2,0	2,8	2,0	1,3

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des pouvoirs publics.

(2) À l'exclusion des variations de stocks.



TABEAU V RNB ET PRINCIPALES CATEGORIES DE DÉPENSES A PRIX COURANTS
(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	109.652	113.232	117.584	122.412	126.608	133.834	138.457	142.037
Logements	10.717	9.897	11.009	11.202	11.949	12.400	12.251	12.184
Formation brute de capital fixe des entreprises	25.918	27.889	29.896	31.747	33.136	35.544	36.740	34.908
Dépenses des pouvoirs publics	46.790	48.220	49.436	50.974	54.180	56.795	59.009	62.036
Dépenses de consommation finale	43.234	44.850	46.003	47.478	49.957	52.362	55.103	57.810
Formation brute de capital fixe	3.557	3.370	3.433	3.496	4.224	4.433	3.907	4.226
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> (1)	40.192	41.156	44.338	46.444	49.308	52.377	52.897	51.319
Variation des stocks	416	-678	-313	-694	-568	944	-1.132	-1.976
Total des dépenses intérieures	193.494	198.559	207.612	215.641	225.305	239.517	245.324	249.190
Exportations de biens et services	139.622	146.158	162.241	169.816	178.290	211.594	217.055	213.187
Total des dépenses finales	333.116	344.717	369.853	385.456	403.595	451.111	462.379	462.377
Importations de biens et services	130.943	137.728	152.680	160.212	167.963	203.642	208.096	200.661
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i>	8.680	8.430	9.561	9.604	10.327	7.952	8.958	12.526
PIB	202.174	206.989	217.173	225.244	235.632	247.469	254.282	261.717
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde	4.170	4.125	4.297	4.804	4.695	5.167	4.587	5.036
RNB	206.344	211.115	221.469	230.048	240.327	252.636	258.869	266.753

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des pouvoirs publics.

TABLEAU VI VALEUR AJOUTÉE DES DIFFÉRENTES BRANCHES D'ACTIVITÉ, AUX PRIX DE 1995
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	p.m. Pourcentages du PIB de 2001
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	-2,4	3,6	4,9	6,7	-1,2	-4,0	1,4
Industrie	3,5	6,7	1,3	1,7	4,6	0,2	22,4
Industrie extractive	-6,5	8,8	-11,4	-4,3	9,1	-11,8	0,1
Électricité, gaz, eau	11,6	6,0	-3,9	9,3	8,1	0,0	3,1
Industrie manufacturière	2,5	6,8	2,2	0,7	4,0	0,3	19,2
dont :							
Minéraux non métalliques	-5,1	4,5	-7,0	5,5	-3,1	-3,8	0,8
Fer, acier et métaux non ferreux	-5,4	9,4	0,0	4,4	5,8	-1,2	2,8
Fabrications métalliques	4,7	6,7	7,1	-0,8	12,9	-4,2	5,0
Papier, impression, édition	-5,7	4,8	0,3	5,1	-0,7	-2,5	1,3
Chimie et caoutchouc	5,2	13,6	-0,7	2,6	6,2	3,9	4,8
Textiles, vêtements et chaussures	14,0	11,1	7,8	-3,1	-7,9	0,8	1,2
Denrées alimentaires, boissons, tabac	4,0	-5,0	5,1	-3,1	-5,3	12,8	2,4
Construction	-2,7	3,7	-2,2	2,5	8,7	0,1	4,6
Services marchands	0,1	3,0	2,5	2,9	2,6	2,1	51,6
Commerce et réparations	-4,9	1,9	-1,1	-1,1	-3,5	4,0	9,3
Services financiers	5,8	9,6	1,5	-0,5	-9,8	-7,1	4,9
Immobilier, location et services aux entreprises	2,8	3,8	5,5	3,7	5,6	2,2	20,2
Transports et communications	-1,3	-0,4	2,9	7,8	10,9	6,4	7,3
Santé et action sociale	-0,9	0,5	-2,4	7,8	6,4	5,8	5,9
Horeca et services divers aux ménages	-2,6	1,3	5,8	0,4	2,6	-2,7	3,9
Services non marchands	1,5	0,1	1,1	2,3	1,3	0,9	12,9
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base	0,9	3,5	1,8	2,6	3,1	1,3	
SIFIM et impôts nets des subsides sur les produits ⁽¹⁾	0,4	0,3	0,3	0,8	0,8	-0,4	
PIB	1,2	3,6	2,0	3,2	3,7	0,8	100,0

Source : ICN.

(1) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU VII OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL
(moyennes annuelles, milliers d'unités)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	6.704	6.703	6.706	6.709	6.715	6.721	6.743	6.772
Population active	4.490	4.495	4.512	4.552	4.571	4.613	4.667	4.682
Emploi national	3.894	3.907	3.942	4.011	4.063	4.139	4.197	4.191
Travailleurs frontaliers (solde)	46	47	48	49	49	50	50	50
Emploi intérieur	3.847	3.860	3.894	3.962	4.014	4.089	4.147	4.142
Travailleurs indépendants	710	713	710	703	695	689	682	676
Travailleurs salariés	3.139	3.147	3.184	3.259	3.319	3.400	3.466	3.466
<i>Ventilation par branche d'activité</i>								
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	27	28	28	29	29	29	28	28
Industrie	677	667	658	658	649	651	652	637
Construction	184	180	178	178	181	186	189	187
Services	2.251	2.273	2.320	2.394	2.459	2.534	2.596	2.614
Commerce, transports et communications	734	738	745	754	768	785	805	808
Activités financières, immobilières, de location et de services aux entreprises	370	378	401	436	454	488	502	494
Administration publique et éducation	715	718	717	729	745	752	753	761
Autres services	432	440	457	474	492	508	535	550
<i>Ventilation par type d'emploi</i>								
Politiques d'activation ⁽²⁾	0	3	8	15	27	31	34	37
Autres mesures de création d'emplois ⁽³⁾	126	126	129	128	128	126	145	145
Autres emplois	3.013	3.018	3.048	3.117	3.164	3.243	3.287	3.283
Chômage ⁽⁴⁾	597	588	570	541	508	474	470	490
Postes vacants	20	21	25	36	44	53	46	41

Sources : FOREM, ICN, MET, ONEM, ORBEM, VDAB, BNB.

(1) Personnes âgées de 15 à 64 ans.

(2) Travailleurs ALE (agence locale pour l'emploi) dispensés de l'inscription comme demandeurs d'emploi, travailleurs occupés dans le cadre d'un programme de transition professionnelle, d'un emploi-service ou du plan Activa.

(3) Troisième circuit de travail, programme d'emploi PRIME (projets régionaux d'insertion dans le marché de l'emploi) de la Région wallonne, agents contractuels subventionnés, stage des jeunes, fonds budgétaire interdépartemental, AR 123 et AR 258, convention de premier emploi.

(4) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés à l'exclusion des chômeurs âgés, ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement. Statistiques officielles du chômage qui tiennent compte des modifications apportées, à partir de respectivement novembre 2001 et janvier 2002, par le FOREM et l'ORBEM à la comptabilisation des demandeurs d'emploi, en vue de s'aligner sur celle suivie par le VDAB.



TABLEAU VIII CHÔMAGE

(pourcentages de la population active correspondante ⁽¹⁾)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Total ⁽²⁾	9,7	9,5	9,2	9,3	8,6	6,9	6,7	7,3
<i>Selon le sexe ⁽²⁾</i>								
Femmes	12,7	12,5	11,9	11,6	10,3	8,5	7,6	8,3
Hommes	7,6	7,4	7,3	7,6	7,3	5,7	6,0	6,6
<i>Selon l'âge ⁽²⁾</i>								
Moins de 25 ans	22,8	22,1	22,0	22,1	22,7	17,0	17,5	18,2
25 ans et plus	8,1	8,1	7,8	8,0	7,1	5,7	5,5	6,1
<i>Selon la région ⁽³⁾</i>								
Bruxelles	13,5	14,2	13,7	14,5	14,2	11,4	11,0	11,3
Flandre	7,1	7,2	6,5	6,3	5,7	4,1	3,8	3,9
Wallonie	13,2	13,2	12,7	13,8	13,5	11,0	10,6	10,9
<i>Selon le niveau d'éducation ⁽³⁾</i>								
Secondaire inférieur ou moins	13,8	14,7	14,4	14,7	13,8	10,4	10,9	11,2
Secondaire supérieur	9,4	9,3	8,7	9,1	8,3	6,8	5,0	5,2
Supérieur	4,0	4,3	3,8	3,9	3,7	2,7	3,1	3,2

Sources : CE, INS, BNB.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées en provenance de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes annuelles.

(3) Données au deuxième trimestre.



TABLEAU IX INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Total			Tendance sous-jacente de l'inflation (2)			P.m. Indice des prix à la consommation national			P.m. Indice-santé (3)
	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés (1)	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
1996	1,8	5,7	0,7	1,4	0,6	2,5	0,8	0,6	2,1	1,7
1997	1,5	3,1	2,7	1,1	0,1	1,7	2,3	0,1	1,6	1,3
1998	0,9	-3,6	2,2	1,4	0,7	2,1	1,4	0,7	1,0	1,3
1999	1,1	2,0	0,0	1,1	0,8	1,8	0,6	0,8	1,1	0,9
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	0,0	2,3	1,3	0,0	2,5	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,0	2,1	2,2	2,0	2,5	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,7	2,6	1,5	1,7	1,6	1,8

Sources: CE, MAE.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

(2) IPCH, à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

(3) Indice des prix à la consommation national, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

TABLEAU X REVENUS DES DIFFÉRENTS SECTEURS À PRIX COURANTS⁽¹⁾
(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Particuliers								
Revenu primaire brut	163.619	164.877	170.494	176.030	182.447	192.197	198.961	204.660
Salaires et traitements ⁽²⁾	107.872	109.738	114.209	118.073	124.210	129.922	136.581	142.069
Revenu de la propriété mobilière ⁽³⁾	21.823	20.419	20.440	21.533	20.747	23.392	22.579	22.428
Revenu mixte brut	24.306	24.682	25.360	25.604	26.194	27.117	27.879	27.882
Excédent brut d'exploitation	9.618	10.038	10.487	10.820	11.296	11.766	11.922	12.282
Transferts courants nets versés ⁽³⁾	-27.793	-28.249	-30.272	-32.014	-33.593	-35.788	-37.823	-38.099
Transferts reçus	46.896	47.951	49.427	50.657	51.507	52.767	55.368	57.929
Transferts versés (-)	-74.689	-76.200	-79.699	-82.671	-85.100	-88.555	-93.191	-96.028
Revenu disponible brut	135.827	136.629	140.222	144.016	148.854	156.408	161.138	166.561
<i>p.m. À prix constants⁽⁴⁾</i>	135.827	133.744	134.991	137.207	140.066	143.896	144.656	146.718
<i>(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)</i>	(n.)	(-1,5)	(0,9)	(1,6)	(2,1)	(2,7)	(0,5)	(1,4)
Sociétés								
Revenu primaire brut	34.184	35.471	37.509	39.522	41.014	42.250	41.925	41.664
Excédent brut d'exploitation ⁽⁵⁾	36.610	37.240	39.905	42.698	44.167	47.504	47.221	47.316
Revenu de la propriété mobilière ⁽³⁾	-2.426	-1.769	-2.395	-3.176	-3.153	-5.254	-5.296	-5.652
Transferts courants nets à destination (-) d'autres secteurs ⁽³⁾	-4.270	-4.704	-5.342	-7.128	-6.791	-7.310	-7.087	-6.939
Revenu disponible brut	29.914	30.767	32.168	32.394	34.224	34.940	34.838	34.726
Pouvoirs publics								
Revenu primaire brut	8.540	10.767	13.466	14.497	16.865	18.189	17.984	20.428
Transferts courants nets en provenance d'autres secteurs ⁽³⁾	30.684	30.903	33.568	36.779	37.926	40.783	42.740	42.500
Revenu disponible brut	39.224	41.670	47.033	51.275	54.791	58.972	60.724	62.929
Reste du monde								
Revenu disponible brut	1.379	2.049	2.046	2.363	2.458	2.316	2.170	2.537
RNB	206.344	211.115	221.469	230.048	240.327	252.636	258.869	266.753

Sources : I.C.N., B.N.B.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Rémunérations (à l'exclusion de celles des propriétaires entrepreneurs), y compris les cotisations de sécurité sociale, et pensions de la fonction publique.

(3) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les revenus ou les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, à l'exclusion des transferts en nature.

(4) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers, aux prix de 1995.

(5) Y compris la valeur négative de l'excédent brut d'exploitation des SFIM.

TABLEAU XI SYNTHÈSE DES OPÉRATIONS DES GRANDS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE À PRIX COURANTS⁽¹⁾
(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
1. Particuliers								
1.1 Revenu disponible brut	135.827	136.629	140.222	144.016	148.854	156.408	161.138	166.561
<i>p.m. Revenu disponible ajusté brut</i>	163.180	165.389	169.387	174.237	180.490	189.509	196.265	203.336
1.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	1.149	1.323	1.401	1.166	1.258	1.156	1.529	1.574
1.3 Dépenses de consommation finale	109.652	113.232	117.584	122.412	126.608	133.834	138.457	142.037
<i>p.m. Consommation finale effective</i>	137.006	141.992	146.748	152.633	158.244	166.934	173.583	178.811
1.4 Épargne brute (1.1 + 1.2 - 1.3)	27.324	24.720	24.040	22.770	23.504	23.731	24.211	26.099
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible brut</i>	20,1	18,1	17,1	15,8	15,8	15,2	15,0	15,7
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible ajusté brut</i>	16,7	14,9	14,2	13,1	13,0	12,5	12,3	12,8
1.5 Transferts en capital ⁽²⁾	796	293	223	32	189	5	-633	-801
1.6 Formation brute de capital	12.779	12.048	13.281	13.777	14.301	15.009	14.939	14.703
1.7 Capacité de financement (1.4 + 1.5 - 1.6)	15.341	12.966	10.982	9.025	9.392	8.726	8.639	10.594
2. Sociétés								
2.1 Revenu disponible brut	29.914	30.767	32.168	32.394	34.224	34.940	34.838	34.726
2.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	-1.149	-1.323	-1.401	-1.166	-1.258	-1.156	-1.529	-1.574
2.3 Épargne brute (2.1 + 2.2)	28.765	29.444	30.766	31.229	32.966	33.784	33.309	33.151
2.4 Transferts en capital ⁽²⁾	164	1.040	2.029	1.883	1.639	1.761	1.304	1.674
2.5 Formation brute de capital fixe	23.874	25.692	27.583	29.198	30.746	32.881	34.007	32.312
2.6 Variation des stocks	395	-628	-273	-725	-540	1.004	-1.077	-1.898
2.7 Capacité de financement (2.3 + 2.4 - 2.5 - 2.6)	4.660	5.420	5.486	4.639	4.398	1.659	1.683	4.411
3. Pouvoirs publics								
3.1 Revenu disponible brut	39.224	41.670	47.033	51.275	54.791	58.972	60.724	62.929
<i>p.m. Revenu disponible ajusté brut</i>	11.870	12.909	17.869	21.054	23.155	25.871	25.597	26.154
3.2 Dépenses de consommation finale	43.234	44.850	46.003	47.478	49.957	52.362	55.103	57.810
<i>p.m. Consommation finale effective</i>	15.881	16.089	16.839	17.258	18.320	19.262	19.976	21.036
3.3 Épargne brute (3.1 - 3.2)	-4.010	-3.180	1.030	3.797	4.835	6.610	5.621	5.118
3.4 Transferts en capital ⁽²⁾	-1.195	-1.361	-1.860	-1.985	-1.762	-1.983	-758	-964
3.5 Formation brute de capital fixe	3.557	3.370	3.433	3.496	4.224	4.433	3.907	4.226
3.6 Variation des stocks	4	-4	1	5	10	-6	-11	0
3.7 Besoin (-) ou capacité de financement (3.3 + 3.4 - 3.5 - 3.6)	-8.766	-7.907	-4.264	-1.689	-1.161	199	968	-72
4. Ensemble des secteurs intérieurs								
4.1 Capacité de financement (1.7 + 2.7 + 3.7)	11.236	10.479	12.204	11.975	12.630	10.584	11.289	14.933

Sources : ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits.

TABLEAU XII RECETTES, DÉPENSES ET BESOIN (-) OU CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS

(millions d'euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Recettes (1)	89 423	94 303	98 057	101 576	107 392	112 592	116 966	122 615	126 608	130 589
Recettes fiscales et parafiscales	80 895	85 717	88 960	91 808	97 183	102 295	106 165	111 516	114 531	118 036
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	51 502	53 480	55 401	56 133	58 969	61 600	63 461	66 781	69 883	71 848
Impôts des personnes physiques (2)	23 083	23 930	25 240	25 439	27 040	28 379	29 032	31 131	33 363	33 363
Cotisations sociales (3)	28 419	29 550	30 161	30 694	31 929	33 221	34 429	35 650	37 180	38 485
Impôts sur les bénéfices des sociétés (4)	3 799	4 456	5 170	5 634	6 272	7 768	7 668	8 248	8 304	8 193
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine (5)	5 944	6 665	6 844	7 032	7 577	7 950	7 927	8 280	8 384	8 830
Impôts sur les biens et services	19 649	21 117	21 546	23 009	24 366	24 977	27 111	28 207	27 959	29 164
Recettes non fiscales et non parafiscales (6)	8 529	8 586	9 097	9 768	10 209	10 297	10 800	11 100	12 077	12 553
Dépenses hors charges d'intérêts	82 452	85 352	88 116	91 149	94 347	97 229	101 643	105 603	108 861	114 809
Prestations sociales	42 545	43 845	45 718	47 450	48 375	49 781	51 350	53 340	56 081	58 718
Revenus de remplacement	25 259	26 041	26 752	27 599	28 471	29 148	29 702	30 352	31 641	33 554
Pensions	16 160	16 825	17 541	18 079	18 876	19 440	19 929	20 572	21 380	22 290
Pensions du secteur privé	11 902	12 265	12 724	13 110	13 458	13 800	14 149	14 549	15 121	15 772
Pensions des pouvoirs publics (7)	4 258	4 561	4 818	4 969	5 418	5 640	5 780	6 023	6 259	6 519
Revenu garanti aux personnes âgées	247	236	235	231	233	231	227	249	258	261
Prépensions	1 277	1 291	1 294	1 305	1 308	1 255	1 215	1 163	1 173	1 164
Allocations de chômage	4 224	4 307	4 219	4 442	4 475	4 535	4 504	4 381	4 620	5 289
Interruptions de carrière	153	136	132	130	138	161	197	236	276	357
Indemnités de maladie-invalidité	2 416	2 431	2 482	2 543	2 547	2 634	2 722	2 840	3 026	3 263
Accidents du travail	153	153	155	152	151	159	168	162	164	165
Maladies professionnelles	368	366	359	369	366	335	316	324	325	322
Minimum de moyens d'existence	262	297	336	368	409	399	424	426	421	442
Autres prestations sociales (8)	17 286	17 805	18 966	19 851	19 903	20 633	21 648	22 988	24 440	25 164
dont : Soins de santé	10 103	10 314	11 155	11 973	11 831	12 422	13 145	13 934	14 985	15 453
Allocations familiales	3 800	3 863	3 961	4 105	4 179	4 242	4 261	4 372	4 472	4 570
Autres dépenses primaires	39 907	41 507	42 398	43 699	45 972	47 448	50 293	52 264	52 780	56 091
Rémunérations des salariés	21 960	23 157	24 109	24 590	25 424	26 138	27 304	28 249	29 477	31 278
Achats courants de biens et services	5 303	5 484	5 582	5 929	6 342	6 713	7 157	7 630	8 171	8 707
Subsides aux entreprises	2 965	2 898	3 038	3 234	3 032	3 333	3 457	3 722	4 001	4 084
Transferts courants au reste du monde	883	1 030	892	1 305	1 506	1 673	1 781	1 842	1 853	2 135
Autres transferts courants	2 863	2 999	3 167	3 000	3 083	3 099	3 139	3 129	3 217	3 344
Formation brute de capital fixe	3 628	3 818	3 557	3 370	3 433	3 496	4 224	4 433	3 907	4 226
Autres dépenses en capital (9)	2 305	2 122	2 052	2 273	3 152	2 997	3 231	3 259	2 156	2 316
Solde hors charges d'intérêts	6 971	8 950	9 941	10 427	13 046	15 364	15 323	17 012	17 747	15 780
Charges d'intérêts	20 525	18 716	18 706	18 333	17 309	17 053	16 484	16 813	16 780	15 852
Besoin (-) ou capacité de financement (9)	-13 554	-9 766	-8 766	-7 907	-4 264	-1 689	-1 161	199	968	-72

Sources: ICN, BNB.

(1) Hors les recettes fiscales transférées à l'UE.

(2) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et le produit des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques.

(3) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

(4) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier.

(5) Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et services produits.

(7) Y compris les pensions des agents de La Poste.

(8) Outre les deux principales sous-catégories mentionnées dans le tableau, cette rubrique comprend principalement les allocations aux handicapés et les transferts au bénéfice des institutions qui les accueillent, les prestations des fonds de sécurité d'existence et les pensions aux victimes de guerre.

(9) Y compris le produit de la vente des licences UMTS en 2001.



TABLEAU XIII BESOIN (-) OU CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES SOUS-SECTEURS ET DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS
(millions d'euros)

	Entité I			Entité II			Ensemble des pouvoirs publics
	Pouvoir fédéral	Sécurité sociale	Total	Communautés et régions	Pouvoirs locaux	Total	
1993	-10.694	-910	-11.604	-1.502	-447	-1.949	-13.554
1994	-8.978	1.001	-7.978	-1.685	-103	-1.788	-9.766
1995	-7.717	-136	-7.853	-1.522	610	-912	-8.766
1996	-7.112	-515	-7.627	-775	495	-280	-7.907
1997	-5.344	840	-4.505	-194	436	241	-4.264
1998	-3.720	997	-2.723	636	398	1.034	-1.689
1999	-3.725	1.504	-2.221	920	141	1.060	-1.161
2000	-1.170	1.427	258	592	-651	-59	199
2001	-2.363 ⁽¹⁾	1.677	-686 ⁽¹⁾	1.928	-275	1.654	968 ⁽¹⁾
2002 e	-1.207	728	-479	-90	497	407	-72

Sources : ICN, BNB.

(1) Y compris le produit de la vente des licences UMTS.

TABEAU XIV ENCOURS DE LA DETTE DES POUVOIRS PUBLICS
(fin de période, millions d'euros)

	En monnaie nationale ⁽¹⁾			Dettes officielle du Trésor			Total général	Dettes brute consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics ⁽²⁾
	À un an au plus	À plus d'un an	Total	En monnaies étrangères				
				En monnaies de la zone euro	En autres monnaies	Total		
1993	42.181	145.055	187.235	21.933	15.747	37.679	224.915	255.230
1994	54.296	143.680	197.976	17.421	16.031	33.453	231.428	264.969
1995	43.093	166.232	209.325	12.220	14.684	26.905	236.230	270.836
1996	46.420	173.504	219.923	7.598	10.600	18.198	238.121	269.397
1997	47.894	175.743	223.637	8.297	11.148	19.444	243.082	270.972
1998	41.888	182.635	224.523	7.830	9.550	17.380	241.903	269.276
1999	36.553	199.762	236.314	-	10.441	10.441	246.755	270.702
2000	33.310	209.144	242.455	-	8.606	8.606	251.061	271.233
2001	34.851	215.234	250.085	-	7.079	7.079	257.163	275.997
2002	31.115	226.173	257.288	-	5.464	5.464	262.752	277.572 e

Sources : Ministère fédéral des Finances, BNB.

(1) En franc belge jusqu'à la fin de 1998, en euro ensuite.

(2) Concept utilisé pour l'application des critères de convergence définis dans le traité sur l'UE.

TABEAU XV OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL DE LA BELGIQUE SUR LA BASE DES TRANSACTIONS
(millions d'euros)

	2000						2001						2002					
	Crédits		Débits		Soldes		Crédits		Débits		Soldes		Crédits		Débits		Soldes	
1. Total des opérations courantes sur la base des transactions	252.260	242.084	10.176	263.936	253.704	10.232	193.035	181.657	11.378									
Biens et services	211.693	204.170	7.523	217.553	209.274	8.279	159.677	150.364	9.313									
Biens	174.433	169.160	5.273	178.121	171.889	6.232	131.318	121.985	9.333									
Marchandises générales	158.702	155.579	3.123	160.270	156.297	3.973	119.045	111.047	7.998									
Travail à façon	13.949	12.500	1.449	16.180	14.725	1.455	11.230	10.535	695									
Réparations de biens	406	414	-8	425	376	49	253	175	78									
Achats de biens dans les ports	910	553	357	959	489	470	702	166	536									
Or non monétaire	466	114	352	287	2	285	88	62	26									
Services	37.260	35.010	2.250	39.432	37.385	2.047	28.359	28.379	-20									
Transports	10.860	8.721	2.139	10.491	8.804	1.687	6.503	5.929	574									
Voyages	7.137	10.209	-3.072	7.707	10.922	-3.215	5.528	8.715	-3.187									
Communications	1.437	982	455	1.532	1.176	356	1.296	996	300									
Construction	1.025	577	448	970	565	405	851	474	377									
Assurances	482	551	-69	488	580	-92	371	381	-10									
Services financiers	2.281	2.627	-346	2.348	2.528	-180	1.779	1.949	-170									
Services d'informatique et d'information	1.874	1.264	610	2.136	1.443	693	1.500	1.079	421									
Redevances et droits de licence	712	876	-164	792	1.125	-333	487	564	-77									
Autres services aux entreprises	10.018	8.350	1.668	11.300	9.263	2.037	8.943	7.598	1.345									
dont : Négoce international (net)	585	-	585	549	-	549	818	-	818									
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	334	431	-97	371	457	-86	212	313	-101									
Services fournis ou reçus par les pouvoirs publics, non compris ailleurs	1.100	422	678	1.297	522	775	889	381	508									
Revenus	35.119	28.274	6.845	40.267	33.960	6.307	29.508	23.836	5.672									
Rémunération des salariés	4.235	1.189	3.046	4.591	1.420	3.171	3.534	1.067	2.467									
Revenus de placements et d'investissements	30.884	27.085	3.799	35.676	32.540	3.136	25.974	22.769	3.205									
Transferts courants	5.448	9.640	-4.192	6.116	10.470	-4.354	3.850	7.457	-3.607									
Pouvoirs publics	1.535	4.809	-3.274	1.831	5.161	-3.330	951	3.792	-2.841									
Autres secteurs	3.913	4.831	-918	4.285	5.309	-1.024	2.899	3.665	-766									
2. Total des opérations en capital	224	359	-135	353	401	-48	131	248	-117									
Transferts de capital	216	272	-56	221	311	-90	125	176	-51									
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	8	87	-79	132	90	42	6	72	-66									
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	252.484	242.443	10.041	264.289	254.105	10.184	193.166	181.905	11.261									

Source : BNB.

TABLEAU XVI FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS
(millions d'euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2002
										2001	2002	
Formation d'actifs financiers	27.951	24.006	22.654	28.295	28.479	25.355	27.924	21.926	17.921	14.405	21.365	720.212
À un an au plus	19.315	-4.859	-755	9.708	7.589	3.353	2.035	7.968	10.429	2.322	2.541	196.709
Billets et dépôts à vue	2.510	313	587	269	1.298	1.236	3.768	2.115	-3.609	-1.220	2.669	34.287
Dépôts d'épargne	927	11.052	9.987	10.719	7.881	4.520	3.422	-5.129	5.554	-1.975	3.020	97.888
Dépôts à terme	7.064	-2.647	-6.318	1.969	1.408	-260	-4.187	11.052	7.181	4.829	-2.788	59.581
Titres à revenu fixe	6.003	-9.636	-4.135	-2.344	-853	-484	-135	252	575	726	-1.182	1.185
Parts d'OPC monétaires	2.811	-3.940	-877	-906	-2.145	-1.660	-833	-321	728	-38	822	3.769
À plus d'un an	8.597	25.690	18.723	18.946	20.058	30.349	31.905	21.481	22.877	15.141	13.645	510.976
Dépôts à terme	295	948	1.528	167	271	-279	-238	-461	226	260	-448	4.706
Titres à revenu fixe (1)	-5.849	13.075	9.333	4.557	-2.057	188	4.027	-1.976	260	-376	884	153.061
Actions et autres participations (2)	161	1.199	747	2.952	4.171	3.730	5.546	2.179	-420	416	1.779	140.112
Parts d'OPC non monétaires	10.830	6.426	929	4.732	9.282	17.584	10.603	12.286	10.960	7.143	3.072	96.131
Placements auprès des sociétés d'assurances et des fonds de pension (3)	3.161	4.043	6.186	6.538	8.393	9.126	11.968	9.452	11.851	7.699	8.359	116.966
Autres actifs (4)	38	3.175	4.687	-359	831	-8.347	-6.017	-7.523	-15.385	-3.059	5.179	12.527
Nouveaux engagements financiers	3.397	3.873	2.348	5.222	7.095	5.935	6.586	2.716	-858	-1.352	2.064	116.728
Crédits à un an au plus	-766	97	-245	362	-35	573	1.585	-698	-1.224	-1.567	78	5.805
Crédits à plus d'un an	2.920	4.422	2.208	4.058	5.587	5.308	2.927	3.178	479	885	2.149	93.185
Prêts hypothécaires	3.081	3.407	2.156	2.955	3.622	2.876	5.552	2.588	392	609	3.128	73.292
Prêts à taux de chargement forfaitaire	55	84	-102	414	593	1.258	139	328	248	177	-277	8.212
Autres	-215	931	154	689	1.372	1.174	-2.763	263	-161	98	-702	11.681
Autres engagements (5)	1.242	-646	385	802	1.543	55	2.073	236	-113	-669	-164	17.738
Solde financier (6)	24.554	20.133	20.307	23.073	21.384	19.420	21.338	19.209	18.779	15.756	19.301	603.484

Source : BNB.

(1) A l'exclusion des bons d'assurance.

(2) Y compris les certificats immobiliers.

(3) Provisions techniques et bons d'assurance.

(4) Instruments dont l'échéance n'est pas connue et erreurs et omissions.

(5) Cette rubrique comprend les autres comptes à payer au sens du SEC 95.

(6) Les soldes des comptes financiers des secteurs intérieurs ne correspondent pas aux capacités ou besoins de financement tels qu'ils sont recensés dans les comptes réels, en raison des différences entre les dates d'enregistrement des opérations dans ces deux comptes, des ajustements statistiques ou encore des erreurs et omissions. Ainsi, par exemple, les comptes financiers ne peuvent, faute de données, recenser la plupart des créances et dettes commerciales.

TABLEAU XVII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS⁽¹⁾
(millions d'euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2002
										2001	2002	
Formation d'actifs financiers	7.888	7.760	14.402	12.470	15.512	17.668	37.289	37.621	28.339	25.772	16.362	568.791
À un an au plus	3.551	-551	3.310	7.121	1.257	12.096	13.346	-2.736	4.140	2.191	1.322	72.077
Billets, pièces et dépôts à vue	690	-390	2.024	2.051	1.735	3.619	2.103	-67	2.659	1.416	1.018	25.664
Autres dépôts	3.031	625	798	3.436	-1.369	5.961	10.339	-4.022	1.808	1.157	11	36.799
Autres	-169	-786	488	1.634	890	2.516	904	1.353	-327	-382	294	9.613
À plus d'un an	1.240	1.752	4.871	1.726	4.524	14.004	21.801	46.080	26.898	23.370	8.849	478.940
Actions et autres participations	-724	1.294	-78	137	-67	2.239	9.739	17.407	1.919	4.479	3.535	342.709
Titres à revenu fixe	-196	128	-690	513	1.901	1.646	203	-732	4.240	1.865	1.221	12.958
Autres	2.160	330	5.639	1.076	2.689	10.119	11.859	29.406	20.739	17.026	4.092	123.273
Autres actifs ⁽²⁾	3.096	6.559	6.221	3.623	9.731	-8.432	2.142	-5.723	-2.699	211	6.191	17.774
Nouveaux engagements financiers	10.844	6.247	15.252	17.372	20.175	24.074	45.250	45.784	35.966	29.195	18.505	808.251
À un an au plus	-556	1.161	4.023	3.454	2.442	5.786	9.705	4.528	2.451	3.041	-664	68.797
Crédits octroyés par les établissements de crédit	-1.579	818	3.121	3.855	2.385	5.787	7.784	1.202	-399	1.665	-1.949	57.349
Autres crédits	634	-455	-48	-220	-240	-264	-8	72	1.124	124	100	1.609
Titres à revenu fixe	390	798	951	-180	297	262	1.929	3.253	1.725	1.252	1.185	9.839
À plus d'un an	10.863	6.165	10.380	12.889	15.174	18.148	32.034	40.247	30.148	23.300	18.174	713.923
Crédits octroyés par les établissements de crédit	1.482	572	68	1.423	2.336	1.949	5.911	4.986	5.473	4.561	2.888	75.193
Autres crédits	2.003	557	3.590	3.956	5.192	4.368	1.113	8.496	-4.695	-5.434	4.599	52.113
Actions et autres participations	6.775	6.251	5.626	5.921	7.435	10.153	23.613	27.860	26.900	22.900	8.932	569.507
Titres à revenu fixe	603	-1.215	1.095	1.588	211	1.678	1.397	-1.095	2.470	1.273	1.755	17.110
Autres engagements ⁽³⁾	537	-1.079	849	1.029	2.559	140	3.511	1.009	3.366	2.854	996	25.532
Solde financier ⁽⁴⁾	-2.956	1.513	-850	-4.902	-4.664	-6.406	-7.961	-8.163	-7.627	-3.423	-2.143	-239.461

Source : BNB.

(1) Les établissements de crédit, la BNB et les investisseurs institutionnels sont exclus du secteur des sociétés car ils sont traités comme de purs intermédiaires financiers : le total de leurs actifs financiers est identique au total de leurs passifs financiers.

(2) Voir note 4 du tableau XVI.

(3) Voir note 5 du tableau XVI.

(4) Voir note 6 du tableau XVI.

TABLEAU XVIII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES POUVOIRS PUBLICS
(millions d'euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Neuf premiers mois	
										2001	2002
Formation d'actifs financiers (1)	3.374	-2.920	-2.153	-4.998	-982	-1.059	1.986	1.494	4.274	4.642	-342
À un an au plus	3.866	-2.370	-2.422	1.800	974	814	2.737	638	1.716	1.725	-2.690
À plus d'un an	-493	-550	270	-6.797	-1.955	-1.873	-751	856	2.558	2.917	2.348
Nouveaux engagements financiers	17.120	8.092	6.068	2.694	3.535	-21	2.732	1.956	4.137	8.771	4.262
En monnaie nationale(2)	5.990	11.865	12.556	10.975	3.564	2.048	2.837	3.805	5.514	10.152	5.096
À un an au plus	-5.475	12.223	-8.968	4.630	842	-5.742	-5.037	-4.795	-1.473	-1.372	3.747
À plus d'un an	11.464	-359	21.524	6.345	2.723	7.790	7.875	8.600	6.987	11.524	1.349
En monnaies étrangères	11.130	-3.773	-6.488	-8.281	-29	-2.069	-105	-1.849	-1.377	-1.380	-834
À un an au plus	10.875	-5.534	-8.004	-5.179	-604	-887	1.517	-397	372	-308	216
À plus d'un an	255	1.762	1.515	-3.102	575	-1.183	-1.622	-1.452	-1.748	-1.072	-1.050
Solde financier(3)	-13.746	-11.012	-8.220	-7.691	-4.517	-1.038	-746	-462	137	-4.130	-4.604

Source : BNB.

(1) Y compris les octrois de crédits et prises de participations.

(2) En franc belge jusqu'à la fin de 1998, en euro ensuite.

(3) Voir note 6 du tableau XVI.



TABLEAU XIX STRUCTURE DU BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur base territoriale, variations par rapport à l'année précédente, millions d'euros)

	Neuf premiers mois											
	1999			2000			2001			2002		
	Actifs	Passifs		Actifs	Passifs		Actifs	Passifs		Actifs	Passifs	
<i>Par contrepartie</i>												
Etablissements de crédit ⁽¹⁾	1.598	8.329	-44.854	-54.387	20.737	30.373	16.993	36.808	32.283	11.703		
Autres secteurs	34.435	27.704	9.313	18.847	44.053	34.417	39.625	19.810	-7.616	12.964		
Particuliers	6.746	460	2.559	1.893	-370	4.856	-1.421	4.108	2.455	-334		
Sociétés ⁽²⁾	12.565	18.863	5.555	346	6.163	11.973	9.722	5.206	439	7.899		
Pouvoirs publics	-14.145	724	-18.882	-103	-11.030	-7	-8.518	1.079	-11.878	852		
Reste du monde	29.269	7.658	20.081	16.710	49.289	17.596	39.842	9.417	1.367	4.547		
Total	36.034	36.034	-35.541	-35.541	64.790	64.790	56.618	56.618	24.667	24.667		
<i>Par échéance</i>												
À un an au plus ⁽³⁾	8.906	30.434	-47.853	-44.446	11.870	40.384	25.854	42.841	20.046	13.900		
À plus d'un an	17.910	-6.190	7.339	1.839	39.239	6.515	27.377	6.600	-5.175	-938		
Non ventilés ⁽⁴⁾	9.217	11.789	4.973	7.066	13.681	17.891	3.387	7.177	9.796	11.705		
Total	36.034	36.034	-35.541	-35.541	64.790	64.790	56.618	56.618	24.667	24.667		

Source : BNB.

(1) Établissements de crédit belges et étrangers et autorités monétaires.

(2) Les transactions effectuées avec les investisseurs institutionnels belges ont été reclassées dans le secteur des sociétés.

(3) Y compris les avances à terme à plus d'un an à taux d'intérêt variable.

(4) Instruments dont l'échéance n'est pas connue.

TABLEAU XX NOUVEAUX ENGAGEMENTS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ACTIFS SUR LE MARCHÉ BELGE
(millions d'euros)

	OPC (1)	Fonds de pension		Compagnies d'assurances		Total (2)
				Branches vie	Autres branches	
1993	14.020	316	316	3.160	638	17.594
1994	3.196	138	138	2.353	846	6.314
1995	311	439	439	6.164	660	7.599
1996	4.247	539	539	5.080	1.054	10.210
1997	9.403	374	374	7.602	863	16.780
1998	19.017	414	414	8.197	1.198	26.146
1999	16.083	117	117	11.395	560	21.839
2000	17.460	210	210	8.994	-498	19.195
2001	12.892	-863	-863	11.693	2.061	22.172
Neuf premiers mois						
2001	5.733			7.796		12.052
2002 e	1.656			7.395		10.505
<i>p.m. Encours à la fin de septembre 2002 e</i>	<i>129.438</i>			<i>120.301</i>		<i>224.130</i>

Sources : Association belge des fonds de pension, Association belge des organismes de placement collectif, Commissariat aux assurances du Luxembourg, CBF, OCA, BNB.

(1) Y compris les organismes de placement en créances.

(2) A l'exclusion des doubles comptages résultant des engagements des investisseurs institutionnels auprès d'autres investisseurs institutionnels.



TABLEAU XXI ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES⁽¹⁾ DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES⁽²⁾ ET NON FINANCIÈRES ET DES POUVOIRS PUBLICS
(millions d'euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2002
										2001	2002	
Titres à revenu fixe	7.164	13.160	17.918	9.703	410	-2.018	3.436	9.162	2.939	8.314	4.424	366.322
Sociétés financières et non financières	3.847	3.018	1.833	339	-5.824	-3.566	2.428	6.743	-1.809	-2.531	1.104	107.122
Titres à un an au plus	6.255	-8.505	-3.639	-1.429	-48	97	5.817	7.760	-1.222	-1.331	-526	18.228
Titres à plus d'un an	-2.409	11.523	5.472	1.768	-5.776	-3.663	-3.389	-1.017	-587	-1.200	1.631	88.895
Pouvoirs publics	3.317	10.142	16.085	9.365	6.234	1.549	1.007	2.419	4.748	10.845	3.319	259.199
Titres à un an au plus	-5.389	10.693	-8.683	5.647	1.141	-5.597	-6.194	-4.621	248	1.599	3.314	34.556
Titres à plus d'un an	8.706	-551	24.768	3.717	5.094	7.145	7.201	7.040	4.500	9.247	5	224.644
Actions	6.277	6.323	6.128	6.577	9.099	11.729	23.755	27.601	26.265	22.540	8.432	587.662
Actions cotées	568	1.017	254	2.430	2.004	2.744	9.422	7.350	5.702	5.563	392	105.108
Actions non cotées	5.710	5.306	5.874	4.147	7.095	8.986	14.333	20.252	20.563	16.978	8.040	482.555
<i>p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières ...</i>	<i>10.124</i>	<i>9.341</i>	<i>7.961</i>	<i>6.916</i>	<i>3.275</i>	<i>8.163</i>	<i>26.184</i>	<i>34.344</i>	<i>24.456</i>	<i>20.009</i>	<i>9.537</i>	<i>694.785</i>

Sources : CBF, Euronext Brussels, BNB.
(1) Hors produits dérivés, certificats immobiliers et parts d'OPC.
(2) Hors Eurosysteme.

TABLEAU XXII PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT
(fin de trimestre, pourcentages annuels)

	Taux du marché monétaire		Taux de l'obligation linéaire de référence à dix ans	Taux créditeurs ⁽³⁾			Taux débiteurs ⁽³⁾		
	Marché interbancaire			Dépôts d'épargne réglementés ⁽⁴⁾	Bons de caisse à cinq ans	Crédits de caisse	Avances à terme fixe à six mois	Crédits d'investissement à cinq ans	Prêts hypothécaires
	Au jour le jour ⁽¹⁾	À trois mois ⁽²⁾							
1998 I	3,63	3,71	3,68	2,83	4,32	7,29	4,70	6,19	5,41
II	3,61	3,72	3,65	2,83	4,41	7,26	4,68	6,24	5,54
III	3,31	3,52	3,45	2,86	3,72	7,26	4,41	5,46	5,45
IV	3,45	3,27	3,08	2,65	3,38	7,27	4,05	5,12	5,01
1999 I	2,99	2,97	2,84	2,60	3,36	7,02	3,75	5,10	4,71
II	2,76	2,67	2,54	2,61	3,57	6,52	3,63	5,28	4,95
III	2,63	3,09	2,57	2,58	4,36	6,52	3,93	6,21	5,58
IV	3,75	3,34	3,20	2,58	4,70	6,95	4,32	6,51	6,09
2000 I	3,75	3,83	3,72	2,59	5,00	7,27	4,81	6,72	6,43
II	4,75	4,55	4,41	2,61	5,10	8,01	5,36	6,97	6,60
III	4,91	5,00	4,72	2,59	5,21	8,51	5,84	7,06	6,64
IV	5,16	4,86	4,70	2,64	4,58	8,76	5,60	6,56	6,79
2001 I	4,85	4,56	4,47	2,60	4,23	8,74	5,18	6,16	6,68
II	4,72	4,44	4,35	2,66	4,31	8,75	5,20	6,22	6,69
III	3,83	3,66	3,52	2,61	3,98	8,16	4,48	6,10	6,39
IV	3,91	3,29	3,17	2,64	4,00	7,78	4,13	6,36	5,93
2002 I	3,39	3,45	3,33	2,63	4,50	7,78	4,50	7,14	6,03
II	3,49	3,44	3,36	2,64	4,28	7,78	4,40	7,12	6,25
III	3,42	3,30	3,14	2,64	3,58	7,78	4,05	6,30	5,79
IV	3,44	2,87	2,73	2,66	3,54	7,54	3,74	6,00	5,41

Sources : BCE - BNB.

(1) Jusqu'en 1998, taux d'intérêt moyen au jour le jour (*overnight*) du franc sur le marché interbancaire belge. À partir de 1999, taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'euro sur le marché interbancaire de la zone euro (Eonia).

(2) Jusqu'en 1998, taux d'intérêt moyen affiché sur le marché interbancaire belge pour les prêts en franc (libor) à trois mois. À partir de 1999, taux d'intérêt moyen affiché sur le marché interbancaire de la zone euro pour les prêts en euro (Euribor) à trois mois.

(3) Taux obtenus par voie d'enquête auprès des principaux établissements de crédit et pondérés par la part de marché de chacun de ces établissements.

(4) Taux d'intérêt de base majoré de la prime de fidélité.



TABLEAU XXIII PRINCIPAUX TAUX D'INTERÊT DE L'EUROSYSTÈME
(pourcentages annuels)

	Dates d'annonce des changements	Taux des opérations principales de refinancement ⁽¹⁾	Taux de la facilité de prêt marginal	Taux de la facilité de dépôt
1998	22 décembre	3,00	4,50 ⁽²⁾	2,00 ⁽²⁾
1999	8 avril	2,50	3,50	1,50
	4 novembre	3,00	4,00	2,00
2000	3 février	3,25	4,25	2,25
	16 mars	3,50	4,50	2,50
	27 avril	3,75	4,75	2,75
	8 juin	4,25	5,25	3,25
	31 août	4,50	5,50	3,50
	5 octobre	4,75	5,75	3,75
2001	10 mai	4,50	5,50	3,50
	30 août	4,25	5,25	3,25
	17 septembre	3,75	4,75	2,75
	8 novembre	3,25	4,25	2,25
2002	5 décembre	2,75	3,75	1,75

Source : BCE.

(1) Jusqu'à l'opération devant être réglée le 21 juin 2000, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédits à deux semaines. À compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications hebdomadaires de crédits à deux semaines.

(2) Sauf pour la période du 4 au 21 janvier 1999, pendant laquelle le taux de la facilité de prêt marginal a été de 3,25 p.c. et celui de la facilité de dépôt, de 2,75 p.c. Ce « corridor » plus étroit (50 points de base) était destiné à faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime.

TABLEAU XXIV COURS DE CHANGE ⁽¹⁾

(unités monétaires nationales par écu ou euro, moyennes annuelles)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dollar des États-Unis	1,171	1,190	1,308	1,270	1,134	1,121	1,066	0,924	0,896	0,946
Livre sterling	0,780	0,776	0,829	0,814	0,692	0,676	0,659	0,610	0,622	0,629
Yen japonais	130,1	121,3	123,0	138,1	137,1	146,4	121,3	99,5	108,7	118,1
Franc suisse	1,730	1,621	1,546	1,568	1,644	1,622	1,600	1,558	1,511	1,467
Couronne suédoise	9,122	9,163	9,332	8,515	8,651	8,916	8,807	8,445	9,255	9,161
Won coréen ⁽²⁾	941,7	957,0	999,7	1,007,9	1,069,8	1,568,9	1,267,3	1,043,5	1,154,8	1,175,5
Dollar de Hong Kong ⁽²⁾	9,047	9,168	10,011	9,684	8,750	8,695	8,269	7,198	6,986	7,375
Couronne danoise	7,594	7,543	7,328	7,359	7,484	7,499	7,435	7,454	7,452	7,431
Dollar de Singapour ⁽²⁾	1,890	1,810	1,833	1,765	1,678	1,876	1,806	1,592	1,604	1,691
Dollar canadien	1,511	1,625	1,795	1,731	1,569	1,665	1,584	1,371	1,386	1,484
Couronne norvégienne	8,310	8,374	8,286	8,197	8,019	8,466	8,310	8,113	8,048	7,509
Dollar australien	1,724	1,625	1,765	1,623	1,528	1,787	1,652	1,589	1,732	1,738
<i>p.m. Cours de change effectif de l'euro ⁽³⁾</i> <i>(indice 1990 = 100)</i>	94,9	93,8	98,4	98,5	90,5	92,7	87,4	78,2	79,7	82,2

Source : BCE.

(1) Cours de change de l'écu jusqu'en 1998, cours de change de l'euro ensuite.

(2) La BCE ne fournissant des cours de référence officiels qu'à partir de 2001, les cours figurant dans le tableau avant cette date sont présentés à titre indicatif.

(3) Données établies sur la base des moyennes pondérées des cours de change bilatéraux de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 1995 et 1997 avec les partenaires commerciaux dont les monnaies figurent dans le tableau et tiennent compte des effets de marchés tiers.



TABLEAU XXV TAUX DE CONVERSION IRREVOCABLES DE L'EURO
(unités monétaires nationales)

Franc belge / franc luxembourgeois	40,3399
Mark allemand	1,95583
Drachme grecque	340,750
Peseta espagnole	166,386
Franc français	6,55957
Livre irlandaise	0,787564
Lire italienne	1,936,27
Florin des Pays-Bas	2,20371
Schilling autrichien	13,7603
Escudo portugais	200,482
Mark finlandais	5,94573

Source : CE.