

RAPPORT PRESENTE PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE REGENCE

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

L'an 2000 a été placé sous le signe d'un essor exceptionnel de l'économie mondiale, qui a toutefois été tempéré au second semestre, notamment par le renchérissement du pétrole et le reflux de l'exubérance qui avait régné sur plusieurs marchés d'actions. La première année du nouveau siècle s'ouvre sur une plus grande incertitude mais, pour peu que soient évités les écueils, la croissance mondiale pourrait se prolonger d'une manière plus équilibrée et durable.

Dans toutes les grandes régions de la planète, la croissance de l'activité s'est accélérée en 2000, pour atteindre en moyenne environ 5,2 p.c. aux Etats-Unis, 3,5 p.c. dans la zone euro, 1,9 p.c. au Japon, 3,7 p.c. dans les autres pays avancés et 5,5 p.c. dans le reste du monde, nombre d'économies d'Asie enregistrant à nouveau une vive progression. Dans la plupart des pays industrialisés, la conjoncture a touché un sommet vers le milieu de l'année. Le ralentissement qui s'est produit par la suite aux Etats-Unis et, dans une moindre mesure, dans la zone euro, était attendu. Le nouvel accès de faiblesse au Japon a déçu, alors que s'y était ébauché un début de reprise.

La demande mondiale et, en 1999, le recul de l'offre ont entraîné un triplement du prix du pétrole brut en dollar entre décembre 1998 et septembre 2000. Ce choc pétrolier a été nettement moins menaçant que ceux de 1973 et de 1979, qui avaient provoqué de sévères récessions. En premier lieu, en raison de son ampleur. Une partie du rebond du prix du pétrole n'a fait que compenser la chute observée en 1998, qui avait ramené le coût réel de cette matière première à son niveau de 1972. Si l'on se base sur la moyenne de 1997 au lieu de décembre 1998, la hausse se chiffre à 12 dollars par baril environ au lieu de 22, alors que, lors des crises de 1973 et 1979, le renchérissement avait été équivalent à 30 et 44 dollars d'aujourd'hui

respectivement. En outre, après une augmentation plus vive que prévu, le repli du cours du pétrole en décembre 2000 a aussi été plus rapide, réduisant à quelque 4 dollars par baril la majoration par rapport à 1997. La plupart des prévisionnistes tablent sur une stabilisation autour du niveau de la fin de 2000. En deuxième lieu, les économies d'énergie, le recours à d'autres combustibles et le développement des activités de service ont diminué l'utilisation de pétrole par unité produite : dans la zone euro, celle-ci a été réduite de moitié par rapport à 1972. Enfin, alors que les chocs pétroliers des années septante avaient frappé des économies déjà confrontées à des tensions inflationnistes et que leur incidence avait été amplifiée par des réactions inadéquates dans la formation des revenus et la politique budgétaire, le contexte macroéconomique a été cette fois beaucoup plus sain.

Pour garantir la poursuite de la croissance, il importe en effet d'éviter toute résurgence de l'inflation. Le choc pétrolier a sans doute freiné quelque peu l'activité, parce qu'une telle hausse de coûts ne va pas sans frictions et que la perte de revenu des pays importateurs n'est que partiellement contrebalancée par une demande supplémentaire de biens et services émanant des pays producteurs, qui sont souvent lourdement endettés. L'expérience des chocs précédents montre cependant que l'effet serait exacerbé si une acceptation insuffisante de la perte de revenu avait des tensions inflationnistes. Des politiques monétaires et budgétaires soutenant la demande au prix d'une accélération de l'inflation ne feraient que reporter et aggraver l'ajustement nécessaire.

Le renchérissement du pétrole est une cause parmi d'autres du ralentissement de la croissance survenu en cours d'année aux Etats-Unis. La vigueur de l'économie américaine a continué à surprendre au premier semestre. La consommation

des ménages, dont le taux d'épargne est devenu à peu près nul, et les investissements des entreprises, notamment en équipements informatiques et en logiciels, sont demeurés les moteurs de la demande, tandis que l'offre restait confortée par d'importants gains de productivité. Mais un tel rythme de croissance était insoutenable et, malgré le dynamisme de l'offre, pesait de plus en plus sur les capacités de production. La perspective d'un « atterrissage en douceur », souvent reportée, a paru se matérialiser au second semestre : une nette décélération s'est produite, sous l'influence de la hausse du prix du pétrole, du resserrement des conditions monétaires et de la réévaluation des risques par les opérateurs financiers.

Dans les marchés financiers, le climat s'est en effet modifié. En dépit du relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale à partir de juin 1999, les cours des actions avaient poursuivi leur ascension jusqu'au début de l'an 2000, plus spécialement sur les marchés des valeurs dites « technologiques ». Ils se sont nettement repliés par la suite, retrouvant des niveaux qui reflètent des attentes de profit plus réalistes. A cet égard, la correction était bienvenue. Toutefois, la contraction de la valeur des patrimoines, dans un pays où la détention d'actions est très répandue, a pu ébranler la confiance des consommateurs et freiner leurs achats, tandis que le financement des investissements des entreprises devenait moins aisé.

Les prêteurs aussi semblent avoir revu les risques à la hausse, comme en témoigne l'élargissement des écarts de taux d'intérêt selon la qualité des débiteurs. Celui-ci met en évidence le renforcement, qui n'est pas propre aux Etats-Unis, du cycle réel par le cycle financier. Ainsi, dans de nombreux pays, les banques octroient plus de crédits en période d'expansion, lorsque l'optimisme prévaut, mais ne constituent des provisions suffisantes qu'ultérieurement, lors du ralentissement conjoncturel, ce qui restreint alors d'autant leur propension à prêter et accentue le repli de l'activité.

Dans les derniers jours de l'année, la crainte d'une décélération plus marquée encore de la croissance s'est fait jour. En réponse à l'affaiblissement des ventes et de la production, à la détérioration de la confiance des consommateurs et au resserrement des conditions faites aux emprunteurs, la Réserve fédérale, qui avait relevé graduellement le taux des fonds fédéraux de 4,75 à 6,5 p.c. de juin 1999 à mai 2000, l'a baissé par deux fois d'un demi-point de pourcentage, le 3 et le 31 janvier 2001, pour le ramener à 5,5 p.c. Par ailleurs, elle a estimé que les pressions inflationnistes restaient contenues et que les progrès de la productivité à plus long terme n'étaient pas remis en cause. L'enjeu de la politique monétaire aux Etats-Unis est de soutenir la confiance – en évitant néanmoins d'inciter indirectement, par l'atténuation des corrections nécessaires sur les marchés d'actifs, à une nouvelle prise de risques excessifs – et de ramener l'expansion de la demande à un rythme compatible avec celui de la croissance potentielle de l'offre.

Sur le marché des changes, la correction s'est fait attendre plus longtemps que dans les bourses d'actions. La sous-évaluation de l'euro vis-à-vis du dollar, qui a atteint un maximum en octobre, a retenu l'attention. L'écart grandissant par rapport à la parité de pouvoir d'achat a pu être justifié par de multiples raisons, mais celles-ci sont apparues de moins en moins convaincantes. Le décalage conjoncturel entre la zone euro et les Etats-Unis et les différences de taux d'intérêt qui lui sont associées se sont amenuisés dans le courant de l'année 2000. L'euphorie qui prédominait au sujet des perspectives de croissance et de rentabilité à plus long terme outre-Atlantique s'est estompée, tandis que l'appréciation des réformes structurelles en Europe semblait exagérément pessimiste au regard de l'effet mobilisateur de l'UEM. Le cours de l'euro a pu, certes, subir la pression de facteurs temporaires, liés au choc pétrolier – la zone euro est un peu plus dépendante à l'égard du pétrole importé que les Etats-Unis – et à l'introduction de la monnaie unique, telle la possibilité pour les entreprises européennes de lever des

fonds plus importants qu'auparavant pour des opérations d'investissement direct à l'étranger. Mais l'ampleur de la dépréciation atteinte en automne était sans doute aussi la manifestation de réserves d'ordre psychologique – à la suite desquelles les informations positives concernant la zone euro étaient négligées, de même que les nouvelles négatives au sujet de l'économie américaine – et de la tendance, souvent observée, à prolonger à l'excès les mouvements de cours.

Or une telle déviation des cours de change risque de faire apparaître une dynamique de croissance qui, aux Etats-Unis, repose trop sur la désépargne du secteur privé et, dans la zone euro, sur la demande extérieure, alors que la demande intérieure y est freinée par la détérioration des termes de l'échange et par le relèvement des taux d'intérêt qui s'impose pour combattre la menace d'inflation importée. Elle aggrave donc les déséquilibres de balance courante et, par là-même, accroît la probabilité d'un retournement brutal. Le déficit courant de plus en plus considérable des Etats-Unis – en 2000, il a dépassé 4 p.c. du PIB et 40 p.c. des exportations de biens et services de ce pays et absorbé la majeure partie de l'épargne nette des nations en excédent – constitue une force de rappel qui se manifestera tôt ou tard, d'autant que ce déficit est susceptible de s'alimenter de l'accumulation des charges d'intérêts liées à une position extérieure nette en constante dégradation. Par ailleurs, le confort passager dans lequel la sous-évaluation de la monnaie européenne place le secteur exposé de la zone euro et le surplus temporaire de croissance qu'elle provoque pourraient amener les entreprises et les autorités à retarder les réformes nécessaires à l'accroissement durable de la productivité.

L'importance de la restauration de rapports de change plus équilibrés a été bien perçue dans la zone euro comme au sein du G7 et ce souci a conduit les banques centrales à intervenir de façon concertée sur le marché des changes à la fin de septembre 2000. L'Eurosystème a encore

procédé à des ventes de monnaies étrangères en novembre. Les interventions ont contribué à stabiliser le cours de change de l'euro. En décembre, celui-ci est sensiblement remonté, vu la crainte d'un ralentissement plus prononcé de l'économie aux Etats-Unis.

La demande émanant de l'économie américaine, en raison de la vitalité de celle-ci au premier semestre de 2000 et de l'appréciation du dollar, a certainement stimulé l'activité dans la zone euro, dont les exportations nettes de biens et services ont contribué l'an dernier pour un cinquième à la croissance, alors qu'elles s'étaient contractées en 1999. En outre, le rythme de progression des dépenses intérieures, quoiqu'en léger tassement, est resté proche de 3 p.c., comme au cours des deux années précédentes. Sans doute l'union monétaire, la consolidation budgétaire préalable à celle-ci et les améliorations apportées au fonctionnement des marchés du travail ne sont-elles pas étrangères à cette solidité de la demande intérieure, soutenue par la confiance élevée des consommateurs et des chefs d'entreprise et par des conditions de financement relativement avantageuses.

La baisse du prix du pétrole et la remontée du cours de l'euro survenues à la fin de l'année 2000 sont de nature à atténuer les pressions inflationnistes dans la zone euro. Certes, la croissance de l'activité en 2001 pourrait y être quelque peu ralentie par l'affaiblissement de la demande extérieure. Elle pourrait néanmoins encore avoisiner 3 p.c., car la demande intérieure, qui représente quelque 85 p.c. de la dépense finale, devrait poursuivre sur sa lancée, notamment grâce à l'augmentation de l'emploi.

A plus long terme, l'expansion ne pourra se prolonger de façon harmonieuse et durable et se renforcer en Europe que si un certain nombre de chantiers économiques et politiques progressent. Le continent doit, entre autres, relever son potentiel de croissance non inflationniste, faire face au vieillissement de la population et préparer l'élargissement de l'Union européenne.

Dans le passé, une croissance très vigoureuse a trop souvent buté sur l'apparition de tensions inflationnistes. Un tel risque se rapproche, étant donné que le PIB de la zone euro semble rejoindre son niveau tendanciel. Or l'exemple des Etats-Unis au cours de la seconde moitié des années nonante montre qu'il est possible, même pour une économie très développée, d'élever son rythme de croissance sans générer d'inflation. Ce phénomène, qui s'est accompagné d'une baisse du chômage structurel et frictionnel, et que l'on a qualifié d'émergence d'une « nouvelle économie », a résulté essentiellement d'une accélération des gains de productivité liés à la diffusion des techniques de l'information et de la communication. D'autres facteurs y ont cependant aussi contribué, tels que des politiques monétaire et budgétaire orientées vers la stabilité et une offre de travail dynamique, nourrie par l'accroissement naturel de la population, l'immigration et la hausse du taux d'activité. S'il n'est pas sûr que l'amplification des progrès de productivité se perpétuera, elle a pu à tout le moins durer plusieurs années.

L'Europe a, elle aussi, la capacité de relever la « limite de vitesse » de son économie. Les premiers signes d'une telle évolution en Suède et en Finlande donnent à penser que l'éclosion d'une « nouvelle économie » européenne est possible. Dans la zone euro, le cadre macroéconomique de cette mutation a été posé, avec une constitution monétaire axée sur la stabilité des prix et le pacte de stabilité et de croissance qui norme les politiques budgétaires. En outre, l'unification monétaire est en elle-même une réforme structurelle majeure, qui a déjà vivifié la concurrence dans la nouvelle aire économique et qui engendre un meilleur fonctionnement des marchés des produits, des capitaux et du travail. De nouvelles avancées doivent être réalisées pour rendre ces marchés encore plus efficaces et permettre ainsi une réallocation des ressources, le relèvement de la productivité globale et une insertion plus rapide de ceux qui sont exclus de la vie professionnelle. De tels progrès doivent être accompagnés d'un perfectionnement des

dispositifs de redistribution des revenus et de protection sociale et de mesures de préservation de l'environnement, de manière à garantir la qualité et la durée de la croissance.

C'est sur le fonctionnement des marchés financiers que l'adoption de la monnaie unique a eu l'effet le plus direct, unifiant d'emblée à l'échelle de la zone le marché des changes et celui des dépôts interbancaires et stimulant l'intégration des autres. L'efficacité du secteur financier s'est accrue sous la pression de la concurrence, qui a aussi conduit à des regroupements d'établissements financiers, les entreprises ont eu accès à des financements de plus grande ampleur et l'allocation des ressources s'est améliorée grâce à la disparition des risques de change au sein du nouvel espace monétaire et à l'amenuisement des primes de risque liées aux anticipations d'inflation. Ainsi, les émissions d'obligations privées en euro se sont multipliées, de même que les nouvelles admissions à la cote des bourses d'actions de la zone euro. Il reste cependant à lever un certain nombre d'obstacles à l'intégration des marchés de titres, notamment par l'harmonisation des dispositions réglementaires et la coordination des systèmes fiscaux.

Sur les marchés des biens et services, la monnaie unique renforce la compétition et l'efficacité par la suppression du risque de change interne et par la transparence des prix, qui sera nettement plus grande encore après l'introduction des billets et pièces en euro au début de l'an prochain. D'autres réformes, entamées dans le cadre du « processus de Cardiff », contribueront également à animer la concurrence. L'exemple du secteur des télécommunications a montré qu'une libéralisation pouvait effectivement étoffer l'offre de services et pousser les prix à la baisse.

Les marchés du travail évoluent, eux aussi, sous l'effet de la compétition croissante sur les marchés des produits et de la volonté de tirer les leçons des erreurs passées. Dès avant l'entrée dans la troisième phase de l'UEM, la nécessité

de résorber le chômage et la prise de conscience qu'une dépréciation de la monnaie n'était pas une réponse appropriée à une dégradation de la position concurrentielle des entreprises, ont imprégné les négociations sociales. Ainsi, la modulation salariale observée depuis 1993 a permis d'augmenter sensiblement le contenu de la croissance en emploi. Elle s'est prolongée au cours de l'année sous revue, pendant laquelle la hausse des salaires réels a été nettement inférieure à celle que l'on constatait par le passé quand le taux de chômage était à un niveau comparable. Il semble donc que la compression du sous-emploi pourrait être encore plus prononcée avant de faire surgir des tensions inflationnistes. Par ailleurs, les politiques de l'emploi ont été redéfinies par le « processus de Luxembourg » et visent à améliorer la capacité d'insertion professionnelle, à stimuler l'esprit d'entreprise, à accroître la capacité d'adaptation des entreprises et des travailleurs et à promouvoir l'égalité des chances. Il ne s'agit plus seulement de combattre le chômage, qui reste trop élevé, en particulier parmi les jeunes, les femmes, les travailleurs plus âgés et les personnes peu qualifiées, mais aussi d'accroître l'offre de travail, par des incitants appropriés. Ainsi, à Lisbonne, en mars 2000, le Conseil européen a adopté l'objectif de porter le taux d'emploi dans l'Union de 63 p.c. aujourd'hui à 70 p.c. en 2010. Il a en outre souligné la nécessité d'élever le niveau des qualifications et d'intensifier les efforts de recherche et de développement, afin d'entrer dans une société de la connaissance.

Un meilleur fonctionnement du marché du travail permettra de surcroît de mieux affronter le vieillissement de la population. Voilà un choc tout à fait prévisible, qu'il faut prendre en considération à temps dans la formulation des politiques économiques. Seuls une offre de travail accrue, des gains de productivité plus substantiels et, accessoirement, des revenus provenant d'investissements dans de jeunes économies en développement pourront pallier la pression que cette évolution démographique exercera sur le revenu par habitant.

Les responsables de la politique budgétaire ne peuvent ignorer cette problématique. Dans plusieurs pays, des programmes d'allègement des charges fiscales et parafiscales qui pèsent sur le travail, notamment peu qualifié, ont été décidés. Deux autres impératifs sont la réorientation des dépenses publiques vers l'accumulation de capital physique et humain et la maîtrise des dépenses, qui est indispensable pour maintenir les budgets à l'équilibre ou en surplus, hors les effets du cycle conjoncturel, et diminuer de la sorte rapidement le poids de la dette publique. En 2000, les finances de l'ensemble des administrations publiques dans la zone euro se sont soldées par un surplus de quelque 0,3 p.c. du PIB, contre un déficit de 1,3 p.c. en 1999, mais cette amélioration a résulté exclusivement des recettes liées aux ventes de licences de téléphonie mobile « UMTS », qui ont représenté quelque 1,1 p.c. du PIB, et de l'incidence positive de la conjoncture. Or c'est le solde budgétaire structurel, encore négatif, qu'il faut porter à un niveau qui garantisse la solidité des finances publiques face aux charges à venir.

L'Union européenne a tenu un rôle important dans la reconnaissance du besoin d'une telle consolidation budgétaire, comme d'une politique monétaire de stabilité, et de réformes structurelles destinées à rendre les marchés plus efficaces. L'attrait qu'elle exerce sur d'autres pays, qui se sont portés candidats à l'adhésion, étend cette influence au bénéfice de ceux-ci. L'élargissement de l'Union requiert une transformation des mécanismes institutionnels qui avaient été conçus à l'origine pour six Etats membres : le Conseil européen, réuni à Nice en décembre 2000, a clôturé la Conférence intergouvernementale chargée de préparer un traité à ce sujet. Ce traité, qui entrera en vigueur après avoir été ratifié par chaque Etat membre, ne peut cependant être vu que comme une première étape de la refonte des institutions. L'accueil d'un plus grand nombre de pays dans l'union monétaire, quant à lui, est plus éloigné, mais les banques centrales de la zone euro ont déjà intensifié les relations avec celles des pays candidats. Le traité de Nice

prévoit notamment que le Conseil, réuni au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement et statuant à l'unanimité, pourra modifier, par une procédure simplifiée, les dispositions des statuts du SEBC et de la BCE relatives aux règles générales de vote du Conseil des gouverneurs. Une telle modification ne pourra entrer en vigueur qu'après avoir été ratifiée par tous les Etats membres. Consultée à ce propos, la BCE a souligné son attachement au principe « un membre, une voix ». Dans l'esprit du traité de Maastricht, ce principe garantit que les décisions de la BCE sont prises en considérant l'intérêt de la zone euro dans son ensemble, tout en tirant parti de l'expérience accumulée par les banques centrales nationales et de leur connaissance des particularités locales.

La dynamique de l'élargissement de l'Union européenne doit aller de pair avec celle de son approfondissement. Les pays de la zone euro, qui

sont au nombre de douze depuis l'adoption de l'euro par la Grèce, le 1^{er} janvier 2001, devraient être les promoteurs des progrès de l'intégration politique. Ceux-ci donneraient sans doute à la nouvelle monnaie un surcroît de crédibilité, pour autant que soient scrupuleusement respectés l'indépendance de l'Eurosystème et le partage des compétences. Ainsi, une mise en valeur de l'Eurogroupe, qui rassemble les ministres des Finances de la zone, aboutirait à une meilleure surveillance mutuelle et une plus grande coordination des politiques budgétaires, ainsi qu'à un renforcement du dialogue entre les autorités politiques et monétaire. L'Eurosystème estime essentielle la participation à des échanges de vues approfondis avec les responsables des autres politiques économiques, dans le plein respect des attributions de chacun, qu'il s'agisse des pouvoirs publics ou, comme dans le dialogue macro-économique lancé par le Conseil européen à Cologne en 1999, des partenaires sociaux.

POLITIQUE MONETAIRE DE L'EUROSYSTEME

En 2000, le Conseil des gouverneurs de la BCE a poursuivi le relèvement des taux d'intérêt amorcé en novembre 1999 et a porté graduellement le taux des opérations principales de refinancement de 3 à 4,75 p.c. Ce resserrement de la politique de taux d'intérêt visait à assurer le maintien de la stabilité des prix, conformément à l'objectif primordial de l'Eurosystème. A la fin de 1998, le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro inférieure à 2 p.c. l'an. Il a aussi précisé qu'elle devait être maintenue à moyen terme. En effet, de toute évidence, l'Eurosystème n'a guère d'emprise sur les fluctuations à court terme du niveau général des prix. Ainsi, à la suite du renchérissement du pétrole, amplifié par la dépréciation de l'euro, la hausse de l'indice a

franchi en 2000 le seuil de 2 p.c., pour atteindre 2,4 p.c. en moyenne. En revanche, l'Eurosystème doit prévenir les effets secondaires de ce choc extérieur, de telle sorte que le dépassement ne soit que temporaire.

Le Conseil des gouverneurs a évalué les menaces qui pesaient sur la stabilité des prix en se fondant sur les deux piliers de la stratégie qu'il a adoptée à la fin de 1998.

Le rôle de la monnaie dans l'alimentation d'éventuelles dérives des prix est reconnu par le premier pilier de la stratégie de politique monétaire. L'expérience montre une relation de moyen terme assez stable entre la masse monétaire M3 et les prix dans la zone euro, les mouvements de la première paraissant annoncer l'inflation. C'est

pourquoi le Conseil des gouverneurs publie une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat M3 qui soit compatible avec la stabilité des prix. Cette valeur a été fixée à 4¹/₂ p.c. à la fin de 1998 et maintenue à ce niveau depuis lors. Au cours des deux dernières années, la croissance annuelle de M3 s'est constamment située au-delà, mais l'écart s'est réduit à partir de mai 2000. Ce dépassement n'a pas entraîné de réaction automatique, car la valeur de référence n'est pas un « objectif intermédiaire ». En effet, l'agrégat monétaire peut subir des fluctuations de court terme sans dommage pour la stabilité des prix et cette seule information est insuffisante. Le dépassement de la valeur de référence a toutefois été l'indice d'une relative abondance de liquidités, dont le Conseil des gouverneurs a tenu compte. En outre, la composante la plus liquide de M3 a encore crû à vive allure jusqu'en avril 2000, de même que les prêts des institutions financières monétaires au secteur privé. La progression de ces derniers ne s'est d'ailleurs que légèrement ralentie par la suite, continuant à alimenter à la fois la croissance de M3 et des sorties de capitaux.

L'évaluation des données monétaires a été corroborée par l'analyse d'une large gamme d'autres indicateurs économiques et financiers, qui constitue le second pilier de la stratégie de politique monétaire. Dans un contexte de croissance soutenue de l'activité, la poursuite de la hausse du prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro a fait naître des risques d'inflation qu'il fallait contrer. Si l'augmentation des prix à la consommation des produits énergétiques était inévitable, l'Eurosystème devait contenir la propagation des relèvements de prix et, en particulier, empêcher l'apparition d'anticipations inflationnistes. L'effet du renchérissement des importations et de la bonne conjoncture sur les prix à la consommation, à l'exception des plus volatils – les prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques –, est resté limité en 2000, puisque ces prix n'ont augmenté que de 1,3 p.c. en moyenne. La modération des hausses des coûts salariaux et la concurrence accrue sur les

marchés de produits y ont aussi contribué. La transmission du choc externe a cependant suscité une légère accélération de l'inflation sous-jacente en cours d'année et n'est peut-être pas achevée.

Les enseignements concordants tirés des deux piliers de la stratégie de politique monétaire appelaient donc une augmentation des taux d'intérêt, qui avaient été particulièrement bas en 1999. Un tel resserrement de la politique de taux était généralement attendu et a été bien accueilli dans les marchés financiers. Les taux d'intérêt à long terme ont d'ailleurs peu varié. L'action de l'Eurosystème a manifestement réussi à stabiliser les attentes relatives à l'évolution des prix, assurant de la sorte les conditions d'une croissance durable. Même à plus court terme, elle n'a pas détérioré les perspectives de croissance, car elle est restée mesurée et a seulement servi de contre-poids à l'incidence d'autres facteurs, telle la dépréciation de l'euro.

Cette action a été à la fois prospective, étant donné les délais qui séparent les impulsions de politique monétaire de leur effet sur les prix à la consommation, et graduelle, en réponse aux incertitudes de l'environnement économique.

Toute banque centrale doit à la fois agir à distance sur les prix, dans un monde complexe et changeant dont la science économique ne peut offrir que des représentations approximatives, et installer dans les esprits l'anticipation d'une stabilité des prix. Soumettre la politique monétaire à une règle simple dans l'espoir de recueillir plus aisément l'adhésion échouerait rapidement face à la complication du réel. Exercer un jugement purement discrétionnaire sur la base d'un grand nombre d'analyses et d'informations risquerait d'aboutir à des incohérences et de ne pas convaincre, en particulier s'agissant d'une institution nouvelle. La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème, qui comprend une définition claire de l'objectif et fournit une grille de lecture de l'information disponible, permet de prendre des décisions de manière cohérente et de les expliquer

au public. Conscient de son devoir de transparence dans une société démocratique, le Conseil des gouverneurs de la BCE s'expose largement au débat public, notamment lors d'auditions parlementaires, de conférences de presse et de discours, ainsi que par les publications de la BCE et des banques centrales nationales. Depuis peu, l'Eurosystème met également à la disposition du public les projections macroéconomiques élaborées en commun, deux fois par an, par les experts de la BCE et des banques centrales nationales.

Le recul du prix du pétrole et l'appréciation de l'euro survenus à la fin de 2000 ont limité les risques d'inflation, mais les résultats des négociations salariales restent déterminants à cet égard. Les interlocuteurs sociaux doivent considérer que l'Eurosystème maintiendra la stabilité des prix, conformément à sa mission. S'ils fixent les salaires en conséquence, les perspectives de croissance et d'emploi en seront améliorées. Des politiques budgétaires responsables, prévoyant des diminutions structurelles de dépenses en compensation des réductions d'impôts qui sont projetées, sont également nécessaires, de même que la poursuite des réformes des marchés.

Un tel ensemble de politiques est à même de favoriser le redressement du potentiel de croissance non inflationniste, marque de la

« nouvelle économie ». La politique monétaire a pour ambition d'assurer l'environnement de stabilité qui permette au mécanisme des prix relatifs de jouer pleinement dans l'allocation des ressources et qui réduise les primes de risque incluses dans les taux d'intérêt à long terme. Par ailleurs, l'interprétation de l'information sur la base de laquelle sont prises les décisions de politique monétaire ne peut négliger un éventuel relèvement de la croissance de la production potentielle. Celui-ci affecterait à la fois la valeur de référence pour l'augmentation de M3 dans le premier pilier de la stratégie de politique monétaire – mais la diffusion des techniques de l'information et de la communication pourrait aussi accroître la vitesse de circulation de la monnaie – et l'écart de production, utilisé comme indicateur de tensions inflationnistes dans le second pilier. En décembre 2000, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu à 4¹/₂ p.c. la valeur de référence pour la croissance de M3. Il a constaté, en particulier, que la croissance potentielle dans la zone euro pouvait avoir augmenté, mais que la preuve d'une hausse significative et durable n'était pas faite. Il sera attentif aux indices d'une accélération de la productivité. En adoptant une attitude à la fois ouverte et prudente, le Conseil des gouverneurs, pour la part qui lui revient, donne à la « nouvelle économie » les meilleures chances de s'épanouir dans la zone euro.

EVOLUTIONS ECONOMIQUES ET FINANCIERES EN BELGIQUE

Conjoncture

L'économie belge a prospéré au cours de l'année sous revue. Mesurée en volume, la production intérieure totale de biens et de services a augmenté de 3,9 p.c. Ce résultat est le meilleur qui ait été enregistré depuis plus d'une

décennie et il devance, en outre, d'environ un demi-point de pourcentage celui de l'ensemble de la zone euro. L'activité économique s'est surtout emballée au dernier trimestre de 1999 et pendant la première moitié de 2000, quand les taux de croissance ont avoisiné 5 p.c. sur une base annuelle. Au second semestre,

l'économie a renoué avec un rythme d'expansion plus équilibré, mais encore très satisfaisant, d'un peu moins de 3 p.c.

Le commerce extérieur a été la cause principale de ce profil conjoncturel. Grâce au dynamisme des marchés étrangers, au sein de la zone euro comme en dehors, et au renforcement de la position concurrentielle des entreprises, auquel ont concouru à la fois la maîtrise des coûts intérieurs et la dépréciation de l'euro, la croissance du volume des exportations s'est rapidement accélérée à partir de la mi-1999, pour culminer à presque 19 p.c. sur une base annuelle au premier trimestre de 2000. Elle s'est progressivement ralentie par la suite, mais s'est néanmoins élevée à plus de 10,5 p.c. en moyenne pour l'ensemble de l'année 2000.

Depuis le premier semestre de 1997, la demande intérieure totale, abstraction faite des variations des stocks, a progressé quasiment sans interruption au rythme soutenu d'environ 3 p.c. l'an. L'assise de la reprise économique en a été considérablement étayée et élargie. Même la perte sensible de revenu réel que l'économie belge a subie au cours de l'année sous revue, en raison de l'envolée des cours du pétrole, n'a pas fondamentalement altéré cette situation.

Ainsi, la hausse des dépenses de consommation des ménages, qui est estimée à 2,9 p.c., a une fois de plus été supérieure à celle de leur revenu disponible réel, qui s'est établie à quelque 2,5 p.c. La confiance des particuliers semble donc avoir été suffisamment forte pour que ceux-ci réduisent une nouvelle fois leur taux d'épargne. L'absence de réaction immédiate des habitudes de consommation à la perte de pouvoir d'achat découlant du renchérissement de l'énergie peut toutefois y avoir aussi contribué. Après une stabilisation en 1999, les ménages ont également à nouveau accru leur investissement en logements, malgré la remontée des taux hypothécaires.

Depuis le milieu des années nonante, la formation de capital des entreprises s'est considérablement développée. Au cours de l'année sous revue, elle a représenté, aux prix de 1995, presque 15 p.c. du PIB, soit un niveau comparable au précédent sommet de 1990. Ces investissements soutenus ont fait reculer les limites des capacités de production de l'économie, si bien que la hausse de la demande a pu être satisfaite sans provoquer de tensions notables. Depuis quelques années, leur croissance en volume n'a toutefois cessé de décliner, revenant de près de 8 p.c. en 1997 à 4,1 p.c. l'année dernière. Cet infléchissement s'explique en partie par la progression relativement modérée des coûts du travail, qui a incité les entreprises à réduire leurs investissements de rationalisation. Compte tenu du taux élevé d'utilisation du capital productif et de l'importance vitale des investissements dans les techniques de l'information et de la communication, l'extension et la modernisation de l'appareil de production sont néanmoins plus que jamais essentielles au maintien du potentiel de croissance de l'économie. La dernière enquête relative aux investissements organisée par la Banque, qui indique que les entreprises ont encore l'intention de réaliser d'ambitieux plans en 2001, donne des signes positifs à cet égard.

Au cours du second semestre, l'incertitude planant sur l'évolution du climat conjoncturel a grandi. La hausse des cours du pétrole a en effet été plus forte et plus persistante que prévu initialement, et des doutes se sont exprimés sur la pérennité de la croissance économique mondiale, notamment en raison du ralentissement qui se profilait de plus en plus clairement aux Etats-Unis et de la nervosité accrue sur les marchés financiers. En maintenant un dosage équilibré des politiques macroéconomiques, une évolution modérée des prix et des coûts intérieurs et un fonctionnement suffisamment souple des marchés, l'économie belge devrait toutefois supporter ces chocs externes sans trop de dommages. La plupart des instituts de conjoncture conviennent qu'une croissance proche de son rythme

tendancier reste réalisable dans le futur immédiat. La contribution positive des exportations nettes à la croissance s'affaiblira, certes, à mesure que l'avantage concurrentiel procuré par un euro faible s'atténue et que l'expansion des débouchés de la Belgique ralentit, mais l'économie devrait continuer de profiter d'une demande intérieure vigoureuse, pour autant que les conditions qui viennent d'être évoquées soient remplies.

Prix et coûts

Sous l'effet de la forte hausse des prix pétroliers et de la dépréciation de l'euro, l'inflation totale, mesurée au moyen de l'indice des prix à la consommation harmonisé, a nettement progressé, passant de 1,1 p.c., en moyenne, en 1999, à 2,9 p.c. en 2000, avec un pic de 3,9 p.c. en septembre. Ces résultats figurent parmi les moins bons de la zone euro, alors que précédemment l'inflation était inférieure à la moyenne européenne. Cette dégradation relative ne signifie pas que la Belgique ait été exposée à des tensions inflationnistes intérieures plus importantes : elle est uniquement imputable à la part plus élevée du mazout de chauffage et des carburants pour automobiles, dont les prix sont très sensibles aux cotations du pétrole sur les marchés internationaux, dans le panier de consommation total. Le recours plus répandu au mazout comme combustible de chauffage et l'usage plus intensif de l'automobile en Belgique s'expliquent autant par des caractéristiques structurelles que par les prix relatifs.

Différents indicateurs qui expriment mieux la tendance sous-jacente de l'inflation, comme l'indice des prix à la consommation calculé en faisant abstraction des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques, donnent une image nettement plus proche de la moyenne européenne. Malgré une transmission progressive de la hausse des prix à l'importation dans la composante non énergétique de

l'inflation, ces indicateurs n'ont guère mis en évidence d'effets secondaires, et encore moins de véritable spirale de hausse des prix et des salaires. L'indexation des rémunérations et des allocations sociales sur la base de l'indice-santé, qui exclut, outre l'alcool et le tabac, l'essence et le diesel – au contraire du mazout de chauffage –, est une des clés de cette situation. Les salariés et les allocataires sociaux n'ont obtenu qu'une compensation incomplète de la hausse des prix et ont donc dû subir une part de la perte de revenu réel occasionnée par la cherté du pétrole et par la dépréciation de l'euro, mais l'expérience a appris qu'un tel déroulement est nettement préférable à une spirale inflationniste, qui se traduirait finalement par une récession et la perte d'emplois, comme ce fut le cas après les chocs pétroliers des années septante.

Une telle détérioration des termes de l'échange provoque inéluctablement un appauvrissement collectif. Essayer de compenser cette perte par des hausses généralisées de revenus ou de la faire supporter par les pouvoirs publics serait un dangereux mécompte. Des actions répondant à des besoins sociaux spécifiques sont, en revanche, légitimes, surtout si, comme ce fut le cas en Belgique, elles prennent la forme d'une aide au revenu et n'affectent pas le mécanisme des prix de marché.

Outre l'incidence de l'indexation des salaires sur la base de l'indice-santé, l'accord interprofessionnel en vigueur a participé au maintien d'une évolution modérée des coûts du travail, comme l'abaissement des cotisations patronales à la sécurité sociale – qui a représenté en 2000 plus de 3 milliards d'euros ou 3,2 p.c. de la masse salariale à charge des entreprises, contre 2,2 p.c. en 1999. En dépit de la vive croissance et de l'apparition subséquente de tensions sur le marché du travail, le rythme de hausse des coûts salariaux par équivalent temps plein ne se serait que légèrement accéléré l'année dernière, passant de 2,7 p.c. en 1999 à 3 p.c. Compte tenu des gains de

productivité, qui peuvent être évalués à quelque 2,4 p.c., les coûts du travail par unité produite n'auraient guère varié.

Vus sur une période plus longue, de 1994 à 2000, les coûts unitaires de la main-d'œuvre ont d'ailleurs à peine augmenté en Belgique, comme chez les trois principaux partenaires. La modération salariale, pratiquée pendant plusieurs années, a porté des fruits et a, avec d'autres facteurs, aidé à soutenir la stabilité des prix, la compétitivité et l'emploi. Il est bon que les partenaires sociaux soient parvenus, lors des négociations du nouvel accord interprofessionnel pour les années 2001 et 2002, à faire prévaloir ces mêmes principes. Cet accord balaie donc adéquatement les négociations qui se déroulent aux niveaux des secteurs et des entreprises. La plus grande marge qu'il laisse à une différenciation en fonction de la situation spécifique des secteurs est certainement bienvenue, à condition que cette latitude soit judicieusement exploitée.

Les réformes structurelles des marchés des biens et services peuvent également concourir à la maîtrise de l'inflation. Le programme européen de libéralisation des industries de réseau dans les domaines des télécommunications, de l'énergie et des transports, montre que de telles réformes peuvent non seulement déboucher sur un abaissement permanent du niveau des prix de ces produits mais aussi entraîner une réduction temporaire de l'inflation totale. La Belgique accuse encore un certain retard, mais les récentes baisses des tarifs du téléphone et de l'électricité sont le signe des progrès déjà réalisés.

Marché de l'emploi

Depuis 1997, le rythme de croissance de l'emploi intérieur est en progression. On estime à 68.000 le nombre de postes de travail supplémentaires créés au cours de l'année sous revue, soit une hausse de 1,8 p.c. Ce résultat est

le meilleur jamais enregistré et il faut remonter aussi loin que 1988 pour trouver un taux de croissance qui s'en approche. Comme le nombre d'heures prestées par personne a aussi augmenté, la hausse du volume de travail total dans les entreprises a même été nettement supérieure : elle a atteint 2,9 p.c. Le chômage, quant à lui, a encore reculé. A la fin de 2000, le taux de chômage harmonisé s'élevait à 8,3 p.c. de la population active, soit un repli d'un demi-point de pourcentage par rapport à l'année précédente.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ces chiffres encourageants. D'abord, le bon climat économique y a évidemment eu sa part. En deuxième lieu, l'accent a été mis sur une politique plus active de l'emploi, ce qui s'est notamment traduit par des mesures destinées à combattre les « pièges à l'emploi » et par une plus grande attention accordée aux programmes de formation et d'insertion. Enfin, la modération salariale et l'abaissement des coûts indirects du travail ont freiné la substitution du travail par le capital au cours des dernières années, ce qui a renforcé le contenu en emploi de la croissance. La corrélation positive qui existe entre une progression modérée des coûts salariaux et une forte augmentation de l'emploi est confirmée par les données microéconomiques. Une analyse des bilans sociaux relatifs aux années 1998 et 1999, qui sont collectés par la Banque, révèle par exemple que, dans les entreprises où la hausse des frais de personnel par équivalent temps plein a été de 1,1 p.c. au plus en 1999, ce qui correspond à l'indexation moyenne des salaires, les effectifs se sont accrus de 4,8 p.c. Ces firmes ont ainsi offert quelque 80 p.c. des emplois supplémentaires créés en 1999. En revanche, même si d'autres facteurs ont pu jouer, l'extension du personnel a été plus faible à mesure que la hausse des coûts de la main-d'œuvre par équivalent temps plein a dépassé ce niveau.

Certaines indications suggèrent que la progression de l'emploi, et donc aussi celle de

l'activité, auraient pu être supérieures encore si l'adéquation entre l'offre et la demande sur le marché du travail avait été meilleure quantitativement et qualitativement. Ainsi, de plus en plus d'entrepreneurs font état des difficultés qu'ils rencontrent pour engager du personnel assez formé, ce qui laisse vacants un nombre croissant de postes. D'autre part, des taux de chômage élevés dans certaines régions vont de pair avec des pénuries importantes dans certains segments du marché de l'emploi. Enfin, la prépondérance persistante des chômeurs de longue durée et peu qualifiés dans le chômage total est aussi le signe de l'inadaptation qualitative de l'offre de travail. Ces constatations mettent en évidence la nécessité de prévenir ces problèmes par une politique de formation et par des apprentissages appropriés.

Eu égard aux rapides mutations des techniques, à la tertiarisation et à l'internationalisation de plus en plus poussées de l'économie et aux évolutions démographiques attendues, l'amélioration et l'élargissement de l'offre de travail représentent, de loin, le principal défi que la politique de l'emploi doit relever, car ils sont primordiaux pour assurer la croissance des capacités productives et donc le bien-être futur de la population.

Le taux d'emploi, c'est-à-dire le rapport entre le nombre de personnes au travail et la population en âge de travailler, est en Belgique parmi les plus bas des pays industrialisés. Le constat n'est pas nouveau et les principales raisons en sont connues : le faible taux de participation des personnes de plus de 50 ans, la fréquentation plus massive et plus longue de l'enseignement à temps plein et l'existence de « pièges à l'emploi », à cause desquels une partie de la main-d'œuvre potentielle n'est pas mobilisée faute d'incitants suffisants.

Sous l'effet de la participation grandissante des femmes au marché du travail, d'une politique de l'emploi plus active, d'une évolution démographique temporairement plus favorable et de

l'amélioration de l'environnement économique, un retournement de tendance est, certes, survenu durant la seconde moitié de la décennie écoulée et le taux d'emploi est remonté, passant de quelque 56 p.c. en 1994-1995 à un peu plus de 59 p.c. en 2000. Ce taux est toutefois encore 4 points de pourcentage au-dessous de la moyenne de l'UE, qui doit elle-même être considérée comme trop basse, et il est toujours très éloigné de l'objectif que le Conseil européen a avalisé lors du sommet de Lisbonne, à savoir un taux d'emploi de 70 p.c. en 2010.

A moyen terme, on ne peut l'oublier, l'évolution démographique raréfiera l'offre de travail. Ainsi, la population âgée de 20 à 50 ans, sur laquelle repose la majeure partie de la charge de la formation du revenu national, décline depuis quelque temps et les prévisions envisagent un net repli de quelque 20.000 personnes par an entre 2003 et 2020. D'après les simulations du Conseil supérieur de l'emploi, à politique inchangée, le prolongement de la hausse tendancielle de la participation au marché du travail – qui concerne essentiellement les femmes – ne suffira plus à partir de 2010 à empêcher une réduction continue de la population active, qui serait de quelque 8.000 unités par an au cours de la décennie suivante.

Outre la perpétuation d'une croissance créatrice d'emplois, entre autres grâce à une évolution modérée des salaires et à la poursuite de l'allègement des charges collectives pesant sur le travail, une politique de l'emploi axée sur la mobilisation de la réserve de main-d'œuvre qui, pour diverses raisons, reste en dehors du circuit du travail ou est sous-employée, est essentielle. La complexité de la problématique impose une approche multidimensionnelle, mais qui ne peut donner lieu à une prolifération de mesures incohérentes. Les lignes directrices pour l'emploi de l'Union européenne forment un cadre de référence tout indiqué pour développer une stratégie ordonnée. Les plans d'action nationaux établis par les Etats

membres doivent être plus qu'un simple inventaire en matière de politique de l'emploi : ils sont en effet un instrument idéal pour examiner périodiquement l'utilité, l'efficacité et la cohérence des initiatives nationales. Une politique efficace requiert la simplicité, la transparence et la continuité des mesures, a fortiori si l'objectif visé à plus long terme est un changement de mentalité et de comportement des agents économiques.

Compte tenu des traits spécifiques de la situation belge et de la réorientation en faveur d'une politique active de l'emploi, plusieurs champs d'action se dégagent, dans lesquels les efforts doivent être concentrés et la recherche de l'efficacité doit primer.

D'abord, le monde du travail devra accueillir mieux et en plus grand nombre les travailleurs et les chômeurs âgés. A cet effet, des modifications dans l'organisation du travail, conformément aux termes du nouvel accord interprofessionnel, sont nécessaires, de même que des réformes des systèmes d'imposition et d'allocations destinées à rendre assez motivants les incitants financiers à la prolongation de la vie professionnelle ou à la recherche active d'un emploi. Des régimes de travail flexibles et adaptés aux travailleurs âgés, tels les emplois de fin de carrière, sont susceptibles d'encourager des retraits plus progressifs, selon des modalités variables. Le gouvernement a, en outre, annoncé son intention de réexaminer le statut spécial dont peuvent bénéficier les chômeurs âgés de plus de cinquante ans, pour que ce régime s'assimile moins à une mesure de retrait anticipé et, au contraire, favorise la réinsertion sur le marché de l'emploi. Outre des règles plus strictes dans l'évaluation d'une éventuelle incapacité de travail des chômeurs âgés, cela suppose des possibilités de formation et des programmes d'accompagnement adéquats. Plus généralement, le développement d'une politique de formation qui donne aux aînés les mêmes possibilités d'apprentissage et de formation permanente est également recommandé.

Afin de réduire le chômage de longue durée ou structurel, qui est toujours relativement important en Belgique, le renforcement de la politique de prévention personnalisée et l'amélioration de la mobilité des chômeurs sont souhaitables, de même que l'élimination des « pièges à l'emploi » qui subsistent. En raison de la forte proportion de travailleurs peu formés parmi les chômeurs de longue durée, la politique d'activation des allocations de chômage, qui vise à réduire les coûts salariaux de la main-d'œuvre moins qualifiée et peu rémunérée, est certainement fondée. Des études montrent aussi que des mesures facilitant la conciliation du travail et des occupations domestiques peuvent lever des obstacles à l'insertion sur le marché de l'emploi, surtout pour les personnes peu qualifiées.

D'après les bilans sociaux, des formules de travail atypiques, telles que le travail à temps partiel et le travail intérimaire, se sont sensiblement développées et ont contribué de manière substantielle au fonctionnement plus souple du marché de l'emploi. L'organisation du système de sécurité sociale et la législation sociale en général ne sont cependant pas encore assez adaptées à cette évolution.

Enfin, la mutation de l'économie pose de nouvelles exigences quant à la nature et à la qualité du travail en tant que facteur de production. L'instauration d'une société de la connaissance réclame des travailleurs hautement qualifiés, ce qui nécessite le relèvement du niveau d'instruction initial et le développement d'une « formation tout au long de la vie ». Les efforts en matière de formation et d'éducation doivent d'ailleurs favoriser la capacité d'insertion professionnelle de toute la population et ne pas se limiter aux actifs et aux chômeurs, afin d'étendre l'offre de travail.

Les sensibles disparités géographiques en matière d'emploi justifient une approche différenciée mais mettent également en exergue le besoin d'une collaboration entre les organismes de

placement, entre les autorités régionales et entre celles-ci et le pouvoir fédéral. Par ailleurs, lors de l'attribution de subsides ou d'autres incitants financiers, l'adéquation des mesures aux objectifs retenus et leur pertinence en fonction des groupes cibles doivent être scrupuleusement vérifiées, afin d'éviter les gaspillages. De même, il faut prendre garde que les dispositions destinées à faciliter la participation au marché du travail de certaines catégories, en prévoyant par exemple des régimes de travail plus souples, ne manquent leur but et ne débouchent sur une réduction du volume de travail offert.

Finances publiques

Après un demi-siècle de déficits budgétaires ininterrompus, les comptes de l'ensemble des pouvoirs publics ont retrouvé l'équilibre en 2000. L'amélioration a été de 0,7 point de pourcentage du PIB par rapport à 1999 et de près d'un point de pourcentage en comparaison de l'objectif initial. Ainsi, le dessein présenté dans le programme de stabilité à la fin de 1999 a pu être accompli deux ans plus tôt que prévu. La Belgique se conforme dès lors à la recommandation émise par le Conseil de l'UE, dans les grandes orientations de politique économique, de tirer parti de la bonne conjoncture pour atteindre l'équilibre budgétaire dès 2001. Ces résultats sont meilleurs que ceux de nombre des partenaires européens. Alors que l'Irlande, les Pays-Bas, la Finlande et le Luxembourg ont enregistré des surplus, la plupart des autres pays de la zone euro ont encore affiché des déficits allant de 1 à 2 p.c. du PIB, si l'on ne tient pas compte des recettes non récurrentes issues de la vente de licences UMTS.

En dépit de la croissance économique particulièrement soutenue l'an passé, les facteurs cycliques n'ont eu qu'une influence globalement limitée sur les résultats budgétaires. La Banque estime leur effet positif à quelque 0,3 point de pourcentage du PIB seulement, car l'accélération de l'activité s'est accompagnée d'une

composition de la croissance économique défavorable aux finances publiques. Les catégories de revenus et de dépenses qui fournissent la majeure partie des recettes de l'impôt ont en effet progressé plus lentement que le PIB. Par solde, le surplus primaire structurel serait resté quasiment inchangé l'année passée. La politique budgétaire n'a donc été ni procyclique ni anticyclique, mais aucune impulsion supplémentaire n'a non plus été donnée à l'assainissement durable des finances publiques.

L'examen des composantes des comptes publics montre que la réduction du déficit budgétaire est principalement imputable à la nette décélération de la croissance des dépenses primaires, qui n'ont augmenté que de 1,2 p.c. à prix constants, contre 3,3 p.c. en 1999. Une part de ce fléchissement s'explique toutefois par le mécanisme d'indexation, étant donné que l'adaptation des traitements de la fonction publique et des revenus de remplacement à la hausse des prix a été inférieure à l'inflation totale. Les indexations n'ont en effet lieu qu'avec un certain retard et se réfèrent à l'indice-santé, dans lequel, comme on l'a mentionné, une grande partie des hausses des prix des produits énergétiques n'est pas prise en considération. Abstraction faite de cet effet, les dépenses primaires auraient encore progressé d'environ 1,8 p.c. en volume au cours de l'année sous revue, soit une cadence plus proche de la croissance annuelle moyenne qui a été observée de 1992 à 1999.

Les charges d'intérêts de la dette publique, qui représentent encore 7 p.c. du PIB, ont moins diminué en 2000 que les années précédentes : la baisse n'a été que de 0,2 p.c. du PIB. En effet, l'influence de la nouvelle réduction du ratio de la dette publique – revenu de 116,4 p.c. du PIB en 1999 à 111,5 p.c. en 2000 – a été partiellement annulée par une légère hausse du taux d'intérêt implicite de la dette publique, en raison du relèvement des taux d'intérêt dans la zone euro et de l'allongement de la durée de la dette. A cet égard, toutefois, l'augmentation

de la durée moyenne de la dette qui a été observée ces dernières années rend les finances publiques belges globalement moins vulnérables aux variations imprévues du niveau international des taux d'intérêt.

En proportion du PIB, les recettes fiscales et parafiscales n'ont, jusqu'à présent, guère diminué : en 2000 comme l'année précédente, elles ont atteint à peu près 45,3 p.c., soit environ un point de pourcentage de plus qu'au milieu des années nonante. En raison de la réduction des cotisations de sécurité sociale, la charge pesant sur les revenus du travail s'est déjà quelque peu allégée au cours des dernières années, mais le poids relatif de l'impôt sur les sociétés et des taxes sur les biens et services a continué d'augmenter.

L'équilibre budgétaire qui a été réalisé en 2000 ne suffit pas à garantir que les finances publiques de la Belgique respectent complètement les critères fixés par le pacte européen de stabilité et de croissance, qui oblige les Etats membres de l'UE à viser une position budgétaire qui soit à moyen terme en équilibre ou en excédent. L'expression « à moyen terme » a plusieurs conséquences.

En premier lieu, une situation budgétaire ne peut être réellement considérée en équilibre que si ce résultat n'est pas attribuable à des effets conjoncturels ou à d'autres facteurs temporaires. Autrement dit, il faut que l'équilibre soit structurel. Même si les estimations relatives aux positions budgétaires structurelles sont toujours entachées d'imprécision, la plupart montrent que la Belgique a enregistré un équilibre qui peut être qualifié de structurel l'an passé, parce qu'il s'est produit alors que le PIB réel était proche de son niveau potentiel, et que l'écart de production avait donc quasiment disparu.

Deuxièmement, les situations budgétaires doivent renfermer une marge de sécurité suffisante pour résister aux fluctuations cycliques

normales, sans que celles-ci donnent lieu à des déficits supérieurs à 3 p.c. du PIB, qui sont réputés excessifs. Compte tenu de la sensibilité conjoncturelle de l'économie et des finances publiques belges, cette condition a, elle aussi, vraisemblablement été remplie. Au cours des vingt dernières années, l'effet de la conjoncture sur les budgets n'a atteint qu'environ 1,1 point de pourcentage du PIB, selon les estimations, lors d'un écart de production négatif maximal.

Enfin, une interprétation rigoureuse des dispositions du pacte de stabilité et de croissance, comme celle préconisée, entre autres, par l'Eurosystème, implique que l'on tienne aussi compte d'autres facteurs, plus fondamentaux, tels que l'incidence prévisible du vieillissement de la population et la relative vulnérabilité des finances publiques aux variations des taux d'intérêt en raison d'un ratio d'endettement élevé. Ces derniers éléments suffisent à convaincre que la consolidation durable des finances publiques n'est pas encore achevée en Belgique et qu'il faut engranger des surplus structurels au cours des prochaines années.

Sauf évolutions défavorables, le maintien de la discipline budgétaire n'exclut pas l'apparition d'une certaine marge de manœuvre, qui puisse être utilisée pour de nouvelles initiatives. Lors de la déclaration de politique générale faite à l'occasion du dépôt du budget pour 2001, le gouvernement a annoncé, dans son exposé de la stratégie budgétaire pour les années à venir, sa volonté d'affecter prioritairement cette marge à des mesures susceptibles de renforcer le potentiel de croissance de l'économie – notamment par une augmentation ciblée des investissements publics en capital humain et physique et une poursuite de l'allègement de la pression fiscale et parafiscale, en particulier celle qui pèse sur le travail –, ainsi qu'à certains besoins urgents en matière de sécurité, d'environnement, d'administration publique, de lutte contre la pauvreté, de mobilité et de coopération internationale. Dans le même temps, le gouvernement a réaffirmé son ambition de donner

à la consolidation des finances publiques une base structurelle renforcée.

Ces intentions ont été concrétisées dans le nouveau programme de stabilité présenté par la Belgique à la fin de décembre 2000, qui établit un calendrier normatif pour la progression du surplus budgétaire structurel. Celui-ci devrait passer de 0,2 p.c. du PIB en 2001 à 0,7 p.c. en 2005, étant entendu que si la croissance économique était supérieure à sa valeur tendancielle – celle-ci est évaluée par le gouvernement à quelque 2,5 p.c. par an –, les bonis qui en résulteraient devraient essentiellement se traduire par des excédents supplémentaires. Ainsi, le gouvernement s'attend à ce que le ratio de la dette publique passe sous la barre des 100 p.c. du PIB déjà à l'issue de l'actuelle législature, et soit ramené, à la fin de l'horizon retenu par le programme, en 2005, à environ 89 p.c. du PIB, c'est-à-dire quelque 22 points de pourcentage sous le niveau actuel.

Le choix du gouvernement de combiner réduction soutenue de la dette et renforcement de l'assise économique est louable, mais on ne peut sous-estimer son caractère exigeant. Ainsi, l'incidence budgétaire additionnelle de toutes les mesures déjà envisagées passera, selon les estimations, de 0,6 p.c. du PIB en 2002 à quelque 1,7 p.c. en 2005. Or, suivant les simulations effectuées par le Conseil supérieur des finances, la constitution d'une marge totale de 1,5 à 2 p.c. du PIB en 2005 suppose que la croissance réelle des dépenses primaires, abstraction faite de nouvelles mesures, reste dans une fourchette de 1,8 à 1,5 p.c. par an. Une telle progression est nettement inférieure à la moyenne annuelle de 2,2 p.c. qui a été observée dans les années nonante, lorsqu'il fallait pourtant fournir des efforts considérables d'assainissement pour répondre aux critères d'adhésion à l'union monétaire fixés par le traité de Maastricht. Le cheminement budgétaire retenu n'est par conséquent possible que si la croissance des dépenses primaires est rigoureusement contenue, si la base taxable

n'est pas érodée par des dépenses fiscales et s'il ne survient pas d'affaiblissement conjoncturel inattendu ou de hausse des taux d'intérêt imprévue.

Même si les projections actuelles se réalisent et si la croissance économique reste, dans un proche avenir, supérieure à sa valeur tendancielle ou ne s'en écarte guère, le maintien d'une politique budgétaire prudente, qui s'abstienne de donner des impulsions procycliques, est de bon sens. Vu le taux d'utilisation élevé de l'appareil de production et les pénuries sur le marché du travail, une politique expansionniste accentuerait les risques latents d'inflation. Pour conserver un dosage équilibré des politiques, axé sur la stabilité, il serait opportun, dans ces circonstances, que les bonis budgétaires liés à la conjoncture se traduisent prioritairement et dans la plus large mesure par des excédents plus élevés. L'amère expérience de la fin des années quatre-vingt, lorsque, après une relance économique vigoureuse, la bride budgétaire avait été prématurément lâchée, est encore riche d'enseignements à cet égard.

Ces considérations ne remettent pas en cause le bien-fondé du projet du gouvernement de consacrer davantage de moyens au renforcement de l'assise économique, en particulier, à la remédiation de l'un des principaux handicaps résiduels de l'économie belge, à savoir le très faible taux d'emploi. La réforme fiscale qui est projetée comporte plusieurs dispositions susceptibles de contribuer au relèvement de l'offre de travail et à la suppression de pièges à l'emploi, comme l'attribution d'un crédit d'impôt et l'adaptation de la structure des barèmes et de la déduction forfaitaire des frais professionnels. Ce train de mesures peut donc être considéré à juste titre comme un élément décisif d'une politique active de l'emploi. L'étalement dans le temps de la mise en œuvre de la réforme fiscale est également un point positif, car les marges budgétaires sont encore restreintes et des impulsions expansionnistes trop fortes ne sont pas désirables.

Un allégement rapide et ininterrompu du ratio d'endettement et, partant, des charges d'intérêts est aussi essentiel, à plus long terme, pour supporter les dépenses supplémentaires consécutives au vieillissement de la population. A cet égard, la création d'un « Fonds de vieillissement », conçu comme une réserve destinée à assurer la viabilité des régimes de pension légaux, a été décidée. Ce fonds sera la contrepartie d'une fraction des excédents budgétaires des années à venir et de recettes exceptionnelles provenant notamment de la cession d'actifs. Il s'agit par conséquent d'une opération sans influence directe sur le solde budgétaire ou l'évolution de l'endettement : au lieu de rembourser la dette à l'aide des excédents, les pouvoirs publics acquièrent des créances sur eux-mêmes, qui peuvent être déduites de la dette brute. Néanmoins, le Fonds de vieillissement peut, grâce à sa visibilité et à sa finalité manifeste, faire prendre davantage conscience du problème du vieillissement par l'opinion publique et susciter ainsi le soutien indispensable à une politique de réduction accélérée de la dette. Dans cette optique, une alimentation structurelle du Fonds serait sans doute souhaitable. En outre, l'atténuation des charges du vieillissement au moyen d'adaptations fondamentales s'impose. Des réformes des régimes de pension et la maîtrise des dépenses de soins de santé sont déterminantes à cet égard, de même que, plus généralement, le renforcement de l'assise économique.

Ce dernier objectif requiert entre autres qu'une attention accrue soit accordée aux aspects qualitatifs des interventions publiques : fonctionnement plus efficace des services publics, simplification, continuité et transparence de la réglementation, et concentration des moyens collectifs disponibles, nécessairement limités, sur l'amélioration de l'infrastructure économique, la mobilité, la formation, ainsi que la recherche et le développement.

Vu la fédéralisation et la décentralisation accrues de l'autorité politique en Belgique, il n'est

par ailleurs possible d'avoir des finances publiques fondamentalement saines que si toutes les composantes des pouvoirs publics y apportent une collaboration constructive et établissent à cet effet, avec ouverture d'esprit, des liens de concertation et de coopération.

Marchés financiers

Le système financier belge a poursuivi son insertion dans le grand ensemble créé par l'unification monétaire européenne. Si celle-ci était un préalable au développement de marchés unifiés, profonds et liquides, elle n'en est pas une condition suffisante. De nombreuses différences existent encore entre les infrastructures, les régimes réglementaires et fiscaux ou les systèmes comptables, qui freinent le processus d'intégration. Certains pourraient être tentés de s'abriter derrière ces barrières résiduelles pour différer les adaptations, mais la pression des marchés, qui impose une harmonisation rapide des structures et des procédures, rend illusoire une telle stratégie.

Alors que l'unification est largement réalisée sur le marché monétaire, des rigidités subsistent sur le marché des capitaux. En réponse au souhait des investisseurs d'obtenir une plus grande liquidité et une baisse des coûts de transaction, les pouvoirs publics belges et les autorités boursières ont procédé, en 2000, à des réformes structurelles.

L'Etat, qui reste le principal émetteur de titres à revenu fixe, a inauguré une plate-forme électronique de transactions, MTS Belgium, dont l'infrastructure, conçue à l'origine pour le Trésor italien, est également utilisée dans d'autres pays. La bourse de Bruxelles s'est alliée aux bourses de Paris et d'Amsterdam pour créer Euronext. Sur ce marché intégré, les systèmes de négociation, de compensation et de règlement seront unifiés et les procédures de cotation, de tenue des carnets d'ordre et de diffusion des cours seront standardisées.

Ces mesures remédient partiellement au handicap de la faible dimension des marchés belges. Elles ne dispensent cependant pas les emprunteurs de rechercher une plus grande notoriété sur les marchés des capitaux. Ainsi, l'Etat devrait s'assurer le maintien et, si possible, obtenir l'amélioration de sa notation, en poursuivant la réduction de la dette publique. Pour les sociétés cotées, il importe que la comparaison des évolutions des cours sur les différentes places boursières rende les actions belges suffisamment attrayantes pour les investisseurs nationaux et étrangers. Euronext pourrait y contribuer en donnant une plus grande visibilité aux valeurs belges, notamment par la constitution d'indices boursiers représentatifs. Mais c'est aussi aux entreprises elles-mêmes qu'il revient d'attirer les investisseurs, en répondant à leurs exigences de rendement, en fournissant une information financière rapide, claire et complète et en adoptant des comportements conformes aux principes du « gouvernement d'entreprise ».

L'élargissement des marchés des valeurs mobilières représente une chance tout autant qu'un défi pour les émetteurs belges, mais il influence aussi les conditions d'exercice de l'activité des intermédiaires financiers. Ceux-ci doivent affronter la concurrence des financements directs par émission de titres, qui s'ajoute aux autres pressions exercées sur la rentabilité par l'introduction de l'euro.

Ces évolutions ne semblent pas avoir pesé sur les bénéfices des établissements de crédit, qui ont sensiblement augmenté en 2000. Cette nette amélioration ne résulte toutefois ni d'une compression des charges d'exploitation, qui se sont au contraire encore accrues à un rythme assez soutenu, ni d'une progression de la principale source de revenus, car l'aplatissement de la courbe des rendements a réduit les gains procurés par les opérations de transformation d'échéances. La hausse des profits s'explique essentiellement par des facteurs non récurrents, telles des plus-values sur des réalisations de participations, une réduction des dépenses

exceptionnelles de restructuration et une nouvelle diminution des provisions et corrections de valeurs.

Les attentes de rentabilité exprimées par les actionnaires soumettent les établissements de crédit belges à des contraintes de résultats d'autant plus fortes que plusieurs institutions doivent rapidement prouver le bien-fondé de récentes opérations de restructuration. Dans un tel contexte, les banques auraient pu être incitées à améliorer leur rendement en prenant plus de risques. Or les positions de taux d'intérêt, rapportées aux fonds propres, ont eu tendance à diminuer en 2000, tandis que la part des crédits à des secteurs à risque, tels l'immobilier non résidentiel, la construction ou les nouvelles technologies, reste faible. En outre, la vigueur de l'activité économique a renforcé la santé financière des entreprises et a, en conséquence, permis aux banques de limiter leurs provisions. Cependant, comme on l'a rappelé, c'est en période d'expansion que les banques sont enclines à prendre des risques qui, souvent, ne se concrétisent que lors d'un ralentissement ultérieur. A cet égard, les difficultés rencontrées à la fin de l'année passée par certaines sociétés spécialisées dans les nouvelles technologies constituent une claire mise en garde.

L'appréciation de la stabilité du système bancaire belge doit englober, en plus des opérations traditionnelles, les activités dans lesquelles les établissements de crédit se sont diversifiés. Les dernières années, les grandes banques belges ont cherché, souvent par des fusions ou des acquisitions, à élargir leur horizon géographique et à accéder à de nouveaux marchés, tels que les assurances et la gestion d'actifs ou de fortune.

Ces réorientations ne sont pas sans danger. Au sein des organisations, elles nécessitent des arbitrages parfois délicats entre les différentes entités et se traduisent souvent par des organigrammes complexes. Elles modifient aussi les relations avec la clientèle. Si les conseils en

placements, la gestion de fortune ou les ventes de parts d'OPC n'impliquent pas, contrairement à la collecte de dépôts, une prise en charge des risques de crédit, ils peuvent toutefois entraîner des risques de réputation, voire des risques légaux, contre lesquels les banques doivent se prémunir par un respect strict de règles de conduite, l'évaluation appropriée des besoins et connaissances du client et la prévention des conflits d'intérêts.

Ainsi, les marchés belges ne sont pas restés à l'écart de la recomposition du paysage financier international. En comparaison d'autres pays, celle-ci a même déjà bien progressé en Belgique, qu'il s'agisse du développement de conglomerats de bancassurance, de la participation au premier marché boursier transfrontalier, Euronext, ou encore des premières fusions entre organismes financiers de pays différents.

Ces opérations se heurtent trop souvent encore à des disparités juridiques ou fiscales. A cet égard, le Conseil des ministres de l'UE est parvenu, à la fin de 2000, à un compromis sur la fiscalité des revenus de l'épargne, dont les modalités d'application doivent cependant encore être concrétisées. Par ailleurs, le Conseil européen a conclu, au sommet de Nice, un accord sur le statut de la société anonyme européenne, qui doit aussi être précisé.

L'interconnexion croissante des places financières plaide aussi pour une plus grande harmonisation des réglementations et une meilleure coordination des activités de surveillance et de supervision, dans le prolongement d'efforts parfois déjà anciens, dont les travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire sont sans doute l'exemple le plus connu. Ce Comité a lancé une large consultation en vue d'aboutir, à la fin de 2001, à une révision de l'accord de 1988 sur les exigences minimales de fonds propres des banques.

Au sein de l'UE, une simple mise en concordance des normes ne suffit plus, en raison du

marché unique et de l'adoption de l'euro par douze pays. Plusieurs instances et mécanismes de coopération ont été mis sur pied, soit sous la forme de forums multilatéraux regroupant les autorités compétentes dans les domaines du contrôle prudentiel et de la stabilité financière, soit au moyen de protocoles bilatéraux conclus entre des organismes de surveillance de pays ou de secteurs différents.

Par leur flexibilité et leur décentralisation, ces procédures garantissent une plus grande proximité avec les opérateurs financiers et, par conséquent, une meilleure prise en compte des particularités locales. Pour que ces atouts soient pleinement exploités, les mécanismes existants doivent être périodiquement revus et ajustés. A cette fin, le Comité économique et financier de l'UE a chargé un groupe de travail d'examiner si les structures réglementaires et prudentielles actuelles sont aptes à préserver la stabilité du système financier. Dans son rapport sur la stabilité financière, ce groupe a conclu que les dispositions institutionnelles en vigueur sont appropriées, mais que leur mise en œuvre pourrait être améliorée par une coopération plus intense, des échanges d'information plus fluides et une plus grande convergence dans les pratiques de supervision.

Par ailleurs, un comité de « sages », dit aussi « comité Lamfalussy », a été chargé, par les ministres des Finances de l'UE, d'évaluer les processus de réglementation des marchés de valeurs mobilières. Dans ses conclusions préliminaires, il a préconisé une amélioration des procédures législatives de l'UE ; pour pouvoir effectuer plus rapidement les adaptations, seuls les principes généraux continueraient à être édictés par la voie traditionnelle des directives, les modalités de leur mise en application étant déléguées à des comités spécialisés. Il a, en outre, estimé que les interactions croissantes entre les marchés et les diverses catégories d'intermédiaires financiers plaident en faveur de l'organisation d'une coopération plus structurée entre les autorités en charge du contrôle des

marchés, de la supervision microprudentielle et de la surveillance macroprudentielle.

En Belgique, les autorités ne peuvent pas non plus faire l'économie d'un examen en profondeur des structures et procédures de contrôle. A cette fin, le ministre des Finances a lancé quatre pistes de réflexion portant sur une re-définition des modalités de la surveillance des marchés belges de valeurs mobilières – une mesure que la création d'Euronext rend indispensable –, sur une adaptation des modes de prise de décision au sein de la Commission bancaire et financière et des possibilités de recours contre les décisions de cette dernière et, enfin, sur un rapprochement institutionnel entre la CBF et la Banque, tout en conservant deux entités juridiques distinctes.

Cette dernière disposition viserait un double objectif. D'une part, le renforcement des liens structurels entre la CBF et la Banque permettrait une meilleure prise en compte des interactions entre évolutions macroéconomiques, attitudes des marchés face aux risques et comportements des intermédiaires financiers individuels, et favoriserait une utilisation optimale des ressources humaines et financières, forcément limitées, dont disposent les deux institutions. Ces ressources seront d'autant plus sollicitées dans un proche avenir que les nouvelles propositions du Comité de Bâle en matière de normes de solvabilité vont requérir, de la part des autorités de contrôle, une surveillance plus individualisée et plus détaillée des systèmes de gestion interne des risques mis en place par les banques.

D'autre part, le maintien d'une différenciation entre les deux entités garantirait l'autonomie de décision de la CBF et l'indépendance de la Banque dans l'exercice de ses missions au sein de l'Eurosystème. Il permettrait aussi un passage harmonieux aux formes de coopération plus institutionnalisées qui seront tôt ou tard mises en place dans l'UE, selon des modalités qui ne sont encore guère prévisibles.

Par ailleurs, la nouvelle organisation devrait être suffisamment flexible pour pouvoir s'ajuster aux développements futurs des marchés financiers, en particulier la déségmentation des activités de banque, de services d'investissement et d'assurances.

Il n'y a pas de modèle idéal pour concilier cette exigence d'autonomie, le souci d'exploiter les synergies entre des expertises différentes, mais développées en réponse à des préoccupations qui se recoupent, et le besoin d'une grande faculté d'adaptation face aux évolutions en cours. Dans la majorité des pays de la zone euro, la banque centrale est chargée de missions prudentielles. La diversité des régimes et de leur évolution à travers le monde témoigne cependant des choix difficiles à effectuer pour s'adapter aux évolutions des marchés en tenant compte des particularités nationales. En Belgique, la taille restreinte du pays et de la place financière, qui ne signifie nullement une moindre complexité de la structure des marchés et des intermédiaires financiers, justifie la recherche d'économies d'échelle par un rapprochement entre la banque centrale et les autorités de surveillance.

Plusieurs facteurs devraient favoriser ce renforcement des liens institutionnels entre la Banque et la CBF. Le premier d'entre eux est la convergence des objectifs. La Banque contribue à la stabilité financière dans la mesure où la maîtrise de l'inflation, qui est l'objectif final de l'Eurosystème, réduit les incertitudes sur les marchés et élimine une des causes fondamentales de distorsion.

Ensuite, les intérêts communs ne manquent pas. En tant que responsables de la conduite de la politique monétaire, les banques centrales ont besoin de systèmes bancaires solides et efficaces pour une transmission rapide, à l'ensemble de l'économie, des impulsions de cette politique. L'article 105 du traité sur l'Union européenne a d'ailleurs consacré la mission du SEBC de contribuer à la bonne conduite des politiques menées par les autorités

compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.

En outre, la Banque, par l'exercice de missions spécifiques, concourt directement à renforcer la stabilité du système financier. Elle est, en particulier, chargée de veiller au bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement. Cette tâche l'amène, d'une part, à gérer elle-même certains systèmes, d'autre part, à surveiller l'ensemble des systèmes de paiement et de règlement de titres opérant en Belgique. Par ailleurs, grâce aux centrales des crédits aux entreprises et aux particuliers et à la centrale des bilans, gérées par la Banque, les autorités

de contrôle et les établissements de crédit disposent d'importantes bases de données micro-économiques.

Enfin, le rapprochement envisagé permettrait d'étayer l'examen, par les autorités de contrôle, de la situation des institutions financières individuelles, au moyen des études macroéconomiques et macroprudentielles, qui ressortissent au domaine traditionnel des banques centrales. Les frontières entre les deux approches tendent, au demeurant, à s'estomper à la suite de l'émergence de groupes financiers de très grande dimension et des liens que l'internationalisation de l'activité et la concentration des marchés tissent entre les participants.

CONCLUSION

Les résultats remarquables obtenus en 2000 par l'économie belge, comme par la zone euro, sont dus en partie à un environnement international propice mais reposent aussi sur une dynamique propre, qui devrait encore permettre à ces économies, dans les années qui viennent, de traverser sans trop d'encombre d'éventuelles turbulences externes.

L'assise d'une croissance robuste a été renforcée par l'unification monétaire européenne. L'activité économique peut désormais se déployer dans un vaste espace, qui favorise une meilleure allocation des ressources et encourage l'exploitation d'économies d'échelle tout en aiguillonnant la concurrence. L'introduction des billets et pièces en euro au début de l'an prochain, qui fera de la monnaie européenne la seule unité de compte et l'unique moyen de paiement pour plus de trois cents millions d'habitants, rendra cette nouvelle réalité plus sensible à tous. La Banque prépare l'événement avec soin, en collaboration avec de multiples

instances, consciente que ce passage demandera à chacun un effort d'adaptation, qui sera vite compensé par des bénéfices individuels et collectifs.

La population et les entreprises de la zone euro peuvent compter sur une monnaie stable. En confiant à une institution indépendante la mission de maintenir la stabilité des prix, les Etats membres ont considéré, à raison, que celle-ci était une condition essentielle d'une croissance durable. La solidité de la monnaie fournit un point d'ancrage qui améliore grandement l'efficacité économique. L'Eurosystème s'est bien acquitté de sa tâche jusqu'à présent, puisque le brusque renchérissement du pétrole n'a pas créé d'anticipations inflationnistes, comme en témoigne par exemple l'évolution des taux d'intérêt à long terme.

De plus, en matière de finances publiques, les critères d'admission à l'union monétaire ont mobilisé les efforts et les politiques budgétaires

sont aujourd'hui encadrées par le pacte de stabilité et de croissance. En Belgique, les déséquilibres qui s'étaient creusés il y a quelque vingt-cinq ans ont été résorbés en grande partie. Le rétablissement des finances publiques a succédé à celui des comptes extérieurs. En 2000, les budgets publics ont retrouvé l'équilibre pour la première fois depuis un demi-siècle et la réduction du taux d'endettement s'est accélérée.

On ne peut cependant pas se contenter de ces résultats et encore moins retomber dans les anciens travers. En outre, des défis nouveaux se présentent, qui exigent une approche prospective.

Dès lors que les finances publiques ont été ramenées à l'équilibre, le moment est venu de soumettre toutes les interventions des pouvoirs publics à une analyse critique et d'en vérifier l'efficacité économique et sociale. Deux objectifs priment. D'une part, la politique budgétaire doit contribuer au maintien de la stabilité macroéconomique. En élaborant, dans son dernier programme de stabilité, un processus pour la constitution graduelle d'excédents structurels, le gouvernement a d'ores et déjà affirmé sa volonté de relever ce défi. L'application de ce plan exigera un dosage précis des nouvelles initiatives et une discipline budgétaire rigoureuse. Tous les niveaux de pouvoir doivent y collaborer sans défaut. D'autre part, les autorités disposent de leviers importants pour agir sur les structures économiques et rehausser le potentiel de croissance. Etant donné l'incidence prévisible des évolutions démographiques sur ce

dernier, il importe de tout mettre en œuvre pour relever le taux d'emploi et pour orienter davantage les dépenses publiques vers le perfectionnement et l'élargissement du capital humain et physique.

Les partenaires sociaux ont, eux aussi, un rôle important à jouer en ménageant les conditions d'une plus grande création d'emplois et d'un meilleur fonctionnement du marché du travail et en consentant plus d'efforts en matière de formation. Il est heureux que la concertation sociale ait placé ces thèmes au premier plan. Dans une perspective de long terme, l'un des objectifs essentiels reste de stimuler la participation au marché de l'emploi et la capacité d'insertion professionnelle des aînés, de manière à préserver toutes les chances d'une plus grande prospérité.

Enfin, les réformes structurelles des marchés financiers et des marchés des biens et des services ne sont pas terminées. Elles peuvent s'accompagner de difficultés d'adaptation, mais, dans la mesure où elles entraînent une allocation plus efficace de ressources par nature limitées, elles sont aussi porteuses d'avenir.

Les progrès qui ont été accomplis dans tous ces domaines portent déjà des fruits, comme en témoignent les bons résultats économiques que la Belgique a engrangés ces dernières années. La voie est tracée, il faut la suivre.

Bruxelles, le 31 janvier 2001