



RAPPORT PRESENTE PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE REGENCE

L'EURO, NOTRE MONNAIE

*La réussite du passage
à l'euro fiduciaire est
à marquer d'une pierre
blanche dans l'histoire
européenne...*

Pour plus de trois cents millions d'habitants de douze Etats membres de l'UE, l'euro est enfin devenu, trois ans après sa naissance officielle, une réalité tangible, qui influencera sensiblement les comportements et les modes de pensée dans le domaine économique. Le passage à l'euro fiduciaire, le 1^{er} janvier 2002, est l'aboutissement du parcours d'unification monétaire européenne tracé il y a dix ans par le traité de Maastricht. L'utilisation pratique de l'euro était jusqu'à présent essentiellement demeurée l'apanage des opérateurs des marchés financiers et des grandes entreprises multinationales. L'introduction des billets et pièces a radicalement modifié cette situation. Les habitants de la zone euro disposent désormais d'un moyen de paiement commun et d'une nouvelle unité de compte. A court terme, s'y familiariser exigera inévitablement des efforts d'adaptation pratique et psychologique, ne fût-ce que pour assimiler très concrètement une nouvelle échelle des valeurs.

L'enthousiasme avec lequel l'euro fiduciaire a été accueilli quasiment partout a dès lors ravi tous ceux qui étaient convaincus de longue date que les désagréments temporaires découlant du basculement seraient minimes, comparés aux avantages multiples et durables de la monnaie unique. Certains de ces atouts étaient déjà apparus au cours des dernières années, mais ils vont dorénavant se renforcer et se compléter. La plus grande facilité des paiements, la diminution des coûts de transaction, l'absence de fluctuations perturbatrices des cours de change et la meilleure transparence des prix généreront de substantiels gains d'efficacité, notamment lors des opérations transfrontalières. Associés à l'élargissement de l'offre et au renforcement de la concurrence sur les marchés intérieurs des biens et des services, ces facteurs devraient exercer un effet modérateur durable sur le niveau général des prix et permettre à un public plus large de bénéficier de conditions de placement et de financement plus avantageuses.

Dès lors que l'euro fait partie de la vie quotidienne de tous et que chacun a – pour ainsi dire – l'Europe en poche, l'intégration européenne est en outre devenue une notion plus concrète et visible. Les citoyens se sentiront sans doute beaucoup plus concernés par le projet européen, ce qui devrait renforcer la cohésion entre les Etats membres et inciter encore davantage les autorités nationales à mener une politique économique cohérente et saine.

... et atteste la capacité d'organisation de la zone euro

Le passage à la nouvelle monnaie comme unique moyen de paiement et unité de compte pour l'ensemble de la zone euro a constitué une opération logistique sans précédent. Le déroulement quasiment sans heurt de celle-ci atteste la capacité d'organisation de la zone. Un projet d'une telle ampleur et d'une telle complexité n'a en effet pu être mené à bien que grâce à une préparation minutieuse ainsi qu'au zèle et à la coopération d'un très grand nombre de personnes, instances, entreprises et associations, dans le secteur public comme dans le secteur privé. Elles peuvent à juste titre se targuer d'avoir, chacune à leur manière, contribué à écrire une page décisive de l'histoire de l'Europe moderne, dont la portée dépasse largement l'aspect purement monétaire.

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Un ralentissement de l'économie mondiale plus prononcé et plus tenace que prévu

D'un point de vue économique, la dernière étape sur la voie de l'achèvement de l'Union économique et monétaire européenne a toutefois traversé des remous. Après une période de forte expansion, l'activité mondiale est en effet entrée, vers le milieu de 2000, dans une spirale de ralentissement, qui est allée en se renforçant et n'a laissé indemnes que peu de régions de la planète. En moyenne, la croissance dans le monde a, par conséquent, diminué de plus de moitié au cours de l'année sous revue, revenant de 4,4 p.c. en 2000 à environ 2 p.c. en 2001.

Peu d'observateurs avaient prévu un ralentissement d'une telle intensité, mais, par le passé, les prévisionnistes ont eu plus d'une fois du mal à pressentir correctement les retournements conjoncturels. Il n'est donc pas exceptionnel que la réalité économique réserve des surprises. Celles-ci peuvent toutefois se révéler particulièrement douloureuses si les acteurs des marchés et les responsables politiques ne s'y préparent pas et se laissent, au contraire, gagner par l'euphorie ambiante.

Retournement de la longue phase d'expansion aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis principalement, la phase de croissance longue et vigoureuse de la seconde moitié des années nonante avait porté la confiance des opérateurs financiers et des investisseurs à un sommet sans précédent, ce qui s'était traduit par une baisse sensible des primes de risque, en particulier en ce qui concerne les investissements dans les nouvelles technologies. La valorisation exagérée des fonds propres de nombreuses entreprises, notamment dans le secteur de l'information et de la communication, et, partant, la diminution du coût du capital avaient, à leur tour, favorisé des surinvestissements en capital fixe. Lorsque, dans le courant de l'an 2000, les opérateurs

financiers ont pris conscience que leurs prévisions de bénéfices – parfois exubérantes – ne se concrétiseraient pas, les cours des actions des entreprises « technologiques » se sont effondrés. Ce mouvement de baisse s'est ensuite étendu aux secteurs plus traditionnels, encore que de façon moins prononcée. Par conséquent, le coût du capital a augmenté à nouveau et les sociétés se sont mises à réduire fortement leurs investissements et leurs stocks. Les prix élevés des produits pétroliers et la perte de compétitivité des entreprises américaines, à la suite de l'appréciation du dollar, ont été d'autres facteurs de retournement.

La propension des consommateurs à dépenser a d'abord paru mieux résister, mais, aux Etats-Unis, elle reposait sur une base chancelante, étant donné la désépargne et le soutien de la consommation privée par des effets de richesse aléatoires. Par la conjonction de la baisse des cours boursiers, de la perte de pouvoir d'achat découlant du renchérissement des produits énergétiques et de la remontée du chômage, cette composante des dépenses s'est également affaiblie considérablement au cours de l'année sous revue. Il en va de même des exportations américaines, qui ont pâti de plus en plus du ralentissement de la demande extérieure et de la persistance d'un cours élevé du dollar.

Les attentats terroristes du 11 septembre ont porté un coup supplémentaire à la conjoncture

Les attentats terroristes du 11 septembre et leurs suites ont encore aggravé la détérioration du climat économique. Sans parler de l'immense souffrance qu'ils ont provoquée, ces événements ont assurément été un choc d'offre important, du fait de la destruction de capital et des effets perturbateurs sur certaines activités, comme les services financiers et les voyages. Les effets dérivés, tels les coûts liés au renforcement des mesures de sécurité, à la hausse des primes d'assurance et, de manière plus générale, à l'augmentation des risques systémiques, se feront en outre sentir longtemps encore, et bien au-delà des secteurs touchés directement. D'autre part, les attentats ont porté un coup supplémentaire à la confiance déjà vacillante des consommateurs et des producteurs. Cette combinaison d'effets négatifs de l'offre et de la demande a non seulement plongé la croissance économique aux Etats-Unis dans le rouge, au second semestre, mais aussi miné l'espoir d'un redressement rapide et fort.

L'effondrement de la conjoncture s'est caractérisé par un synchronisme frappant...

L'arrêt de la croissance aux Etats-Unis, jusqu'alors l'un des principaux moteurs de l'économie mondiale, a été ressenti durement ailleurs, notamment en Europe. Initialement, on s'était pourtant attendu à ce que l'économie de la zone euro, par son caractère plutôt fermé, reste assez bien protégée d'un recul de la demande extérieure et soit en outre soutenue par des données fondamentales relativement solides. Il est toutefois apparu que les échanges commerciaux ne sont ni la seule voie, ni la plus importante, par laquelle les secousses

économiques peuvent se propager à travers le monde. Du fait de la mondialisation, les chances que les cycles conjoncturels évoluent de manière synchronisée dans les grandes zones économiques se sont considérablement accrues.

... en raison de chocs communs...

Pour une part, ce synchronisme a, ces dernières années, trouvé son origine dans les chocs communs auxquels les pays industrialisés ont été confrontés, tel le renchérissement sensible du pétrole, entre le début de 1999 et la fin de 2000. Bien que l'incidence de celui-ci ne soit plus à comparer avec les crises pétrolières des années septante, entre autres parce que les économies occidentales se montrent depuis lors plus parcimonieuses dans leur consommation d'énergie, ces hausses de prix ont entraîné partout des pertes de pouvoir d'achat et ont, par le gonflement des coûts de production, pesé sur les marges bénéficiaires des entreprises. En Europe, ces effets ont été accentués par la dépréciation simultanée de l'euro et la dépendance relativement plus grande à l'égard des produits énergétiques importés. Au cours de l'année sous revue, diverses crises dans le secteur alimentaire ont, en outre, exposé l'Europe à une deuxième poussée inflationniste venant de l'offre.

... et de la mondialisation croissante de l'économie

L'internationalisation des marchés financiers et la détention plus répandue de titres étrangers ont également été des canaux de transmission importants des perturbations économiques. L'explosion de la « bulle financière » liée aux « valeurs technologiques », sur les marchés boursiers américains, a dès lors diffusé des ondes de choc en Europe et en Asie, qui ont incité les investisseurs à revenir à des placements plus sûrs et ont mis en difficulté des entreprises de technologie. En outre, si de fortes fluctuations boursières peuvent exercer de considérables effets de richesse sur le comportement de dépense des ménages aux Etats-Unis, ce pourrait être de plus en plus le cas également en Europe. Bien que la détention d'actions n'y soit pas encore aussi répandue, le succès croissant des fonds de placement diversifiés a conduit les investisseurs privés à prêter beaucoup plus d'attention aux marchés financiers ailleurs dans le monde.

L'importance croissante de firmes dont l'activité dépasse les frontières favorise également la transmission internationale de fluctuations conjoncturelles, entre autres par le biais des investissements directs de ces entreprises à l'étranger. Lorsque des pressions s'exercent sur leur rentabilité dans un marché important – aux Etats-Unis, par exemple –, leurs investissements et leur activité dans d'autres régions peuvent également s'en ressentir. Les réductions de production et les restructurations sont en effet décidées de plus en plus souvent suivant une stratégie globale à l'échelle mondiale et ont des répercussions qui peuvent parfois être perçues loin de la zone touchée à l'origine.

Enfin, l'ébranlement provoqué par les événements du 11 septembre a mis en évidence l'importance de ce que l'on pourrait appeler le « canal de transmission psychologique ». Dû, entre autres, à l'évolution des moyens d'information et de communication, un sentiment de « village planétaire » est né, par lequel des faits inquiétants peuvent avoir une incidence directe sur la confiance des consommateurs et des producteurs, n'importe où dans le monde, sans que rien ne le justifie immédiatement sur des bases purement rationnelles.

Les perspectives de croissance pour le proche avenir restent incertaines...

A court terme, les perspectives de croissance ne peuvent certes pas encore être qualifiées de brillantes. Selon les dernières prévisions de l'OCDE, la croissance moyenne du PIB en 2002, à savoir 0,7 p.c. aux Etats-Unis et 1,4 p.c. dans la zone euro, serait même moindre qu'en 2001, mais ces chiffres masquent une vive accélération en cours d'année, qui devrait devenir plus perceptible au second semestre surtout. Comme on l'a signalé précédemment, il convient de faire preuve de prudence dans l'utilisation de ces prévisions. C'est peut-être encore plus vrai qu'à l'ordinaire. Mais l'expérience apprend aussi que des économies saines peuvent se rétablir assez rapidement de situations de crise. Tant les Etats-Unis que l'Europe disposent à cet égard d'un certain nombre d'atouts.

... mais les économies américaine et européenne disposent d'atouts pouvant soutenir la reprise

Dans les deux zones, la politique macroéconomique a été considérablement assouplie au cours de l'année sous revue et une combinaison assez équilibrée des politiques monétaire et budgétaire a pu être maintenue. Compte tenu des risques spécifiques auxquels les deux économies étaient exposées, les conditions monétaires y ont été considérablement assouplies, de sorte qu'elles ne constituent certainement pas un obstacle au rétablissement de la croissance. Les progrès réalisés au sein de la zone euro en matière d'assainissement budgétaire ont créé, dans de nombreux pays, une marge de manœuvre suffisante pour permettre le libre jeu des stabilisateurs automatiques, tandis qu'aux Etats-Unis les autorités disposent même de la latitude budgétaire nécessaire pour un programme de dépenses additionnelles, destinées aux opérations de secours et de reconstruction, ainsi qu'à une politique de sécurité renforcée. Les abaissements d'impôts programmés en Europe et aux Etats-Unis peuvent en outre donner une impulsion supplémentaire aux dépenses privées.

Contrairement à la zone euro, l'économie américaine reste en proie à une disproportion structurelle de l'épargne et de l'investissement, qui se traduit par un déficit considérable du compte courant extérieur. Une telle situation d'instabilité implique le risque d'une dépréciation brutale du dollar et de perturbations des marchés financiers internationaux. En revanche, les Etats-Unis disposent de marchés des produits et de l'emploi plus flexibles, qui garantissent une adaptation plus aisée aux changements des conditions économiques.

Pour autant qu'un dosage équilibré des politiques monétaire et budgétaire soit conservé et que les problèmes financiers endémiques de l'Amérique du Sud et du Japon n'exercent pas d'effets de contagion étendus – ceux-ci semblent écartés pour l'instant –, les conditions d'un redressement progressif de l'activité économique paraissent donc présentes de part et d'autre de l'Atlantique. La baisse récente des prix des produits énergétiques et la dissipation des risques inflationnistes peuvent par ailleurs contribuer à soutenir cette reprise.

STABILITE FINANCIERE

Les évolutions récentes de la conjoncture et les incertitudes qu'elles ont suscitées ne sont pas sans conséquences pour la stabilité financière. Elles soulèvent, en particulier, trois grandes questions. Comment améliorer la prise en charge et la gestion des risques et éviter ainsi que les évolutions financières n'accentuent l'amplitude des cycles de l'économie réelle? Par quelles améliorations des infrastructures de marché l'efficacité et la solidité du système financier seront-elles renforcées? Comment conjurer, par une meilleure coordination des organes de surveillance, le risque que des problèmes individuels ne se propagent à d'autres composantes du système financier, voire ne nuisent à la stabilité de l'ensemble?

Vers une évaluation et une gestion plus efficaces des risques financiers

Pour répondre à la première question, de nombreux travaux sont en cours, au sein du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, en vue d'améliorer la mesure et l'analyse des risques. La nécessité d'une approche plus fine n'est à présent guère contestée. Celle-ci doit s'appuyer à la fois sur une classification détaillée de la qualité de crédit des diverses contreparties des banques et sur la prise en compte d'un large éventail de types de risques. Il est aussi communément admis que les autorités de contrôle devront, plus que par le passé, recourir aux évaluations effectuées par les banques elles-mêmes. Celles-ci ont en effet un accès privilégié à l'information nécessaire pour apprécier la qualité de leurs actifs et la sûreté de leur gestion. Elles sont d'ailleurs à l'origine du développement de modèles internes d'administration des risques plus sophistiqués. Ces modèles pourraient encore être perfectionnés, en particulier pour assurer une évaluation des risques dans la perspective à long terme de l'ensemble d'un cycle conjoncturel. A défaut, les banques seraient tentées, en cas de ralentissement de l'activité, de revoir brutalement leur jugement et de resserrer les conditions du crédit de manière abrupte, alors que de telles circonstances appelleraient plutôt un assouplissement, en soutien de la relance économique.

Des difficultés subsistent dans la mise au point de certaines modalités d'application du nouvel accord de Bâle. Le nouveau système ne tient pas suffisamment compte, par exemple, des spécificités de certaines catégories d'emprunteurs, tels que les petites et moyennes entreprises. Pour répondre à ces objections, le Comité de Bâle envisage d'intégrer au projet diverses adaptations.

La solidité des infrastructures de marché contribue à l'efficacité et à la stabilité du système financier

Le deuxième défi mentionné ci-dessus s'est posé d'une manière aiguë lors des événements du 11 septembre, qui ont éprouvé la solidité des infrastructures financières. Ces dernières ont toutefois bien résisté. Les systèmes de paiement et de règlement ont continué à fonctionner pratiquement sans interruption, tandis que le recours, dans les situations les plus délicates, à d'autres filières de négociation a permis de limiter les fermetures de marchés à un strict minimum. Les réactions appropriées et l'esprit de coopération des diverses parties ont en outre permis aux marchés financiers de surmonter aisément le traumatisme initial. Les autorités monétaires ont rapidement rassuré en injectant des liquidités supplémentaires à court terme, ce qui a écarté le danger d'une crise, tandis que les opérateurs ont fait preuve de retenue et n'ont pas abusé de leur position vis-à-vis de contreparties très exposées.

Par delà les composantes techniques, les infrastructures de marché englobent également des dispositifs juridiques, institutionnels et comptables. A l'intérieur du marché unique européen, le manque d'harmonisation des réglementations et des systèmes de régulation nationaux entrave encore l'intégration et le bon fonctionnement des marchés financiers et empêche de tirer tout le bénéfice d'une monnaie commune. Pour accélérer le processus d'intégration, le Conseil de l'UE a lancé, il y a déjà quelques années, un « plan d'action pour les services financiers », au progrès duquel la Belgique a apporté sa contribution au cours de l'année sous revue, lorsqu'elle assumait la présidence de l'UE.

Des avancées ont été enregistrées dans plusieurs dossiers concernant de près les marchés financiers, tels le statut de société européenne, la vente à distance de services financiers, les normes comptables, la lutte contre les abus de marché et les contrats de garantie financière. La nécessité de traiter en parallèle de nombreuses directives ayant un caractère très spécifique a peut-être pour effet de rendre les résultats obtenus peu spectaculaires pour les non-initiés. La finalité et les enjeux sont toutefois mis en évidence par les nombreuses restructurations en cours sur les marchés financiers. Comme les directives bancaires ont encouragé les opérations de concentration dans le secteur bancaire, les initiatives actuelles qui visent à améliorer le fonctionnement des marchés de titres faciliteront la consolidation des infrastructures de négociation, de compensation et de règlement.

La mondialisation du système financier oblige les autorités de contrôle à collaborer et à redéfinir leur tâche

Ces considérations conduisent à évoquer un troisième préalable à la stabilité des systèmes financiers. La mondialisation et l'intégration des marchés imposent aux autorités de mieux coordonner leurs actions et de prendre en compte les différentes facettes de la stabilité financière. Le champ de cette coopération est balisé par des protocoles bilatéraux, par les travaux d'institutions et de forums multilatéraux et, de plus en plus souvent, par des rapprochements institutionnels entre des entités dont les missions sont distinctes.

De nombreux pays ont récemment réalisé une restructuration en profondeur de la supervision de leurs marchés financiers ou l'envisagent. Deux objectifs prédominent. D'une part, l'estompement des frontières à l'intérieur du secteur financier exige une adaptation des modes d'organisation du contrôle prudentiel. Il convient, d'autre part, d'associer plus étroitement les dimensions microprudentielles et macroprudentielles de la stabilité financière.

Les banques centrales sont évidemment très sensibles à cette dernière préoccupation. En raison des missions qu'elles exercent comme autorités monétaires et de l'expérience qu'elles ont acquise dans l'analyse macroéconomique, elles peuvent apporter une perspective plus large au contrôle prudentiel. Les crises qu'a subies le système financier ces dernières années ont révélé qu'une approche adéquate au niveau des établissements peut ne pas suffire à assurer la stabilité du système financier dans son ensemble. La concentration du secteur financier en un petit nombre d'institutions de dimension systémique est d'ailleurs un signe que la limite entre les plans microprudentiel et macroprudentiel est de plus en plus difficile à tracer. L'intégration de cette mission de sauvegarde de la stabilité des marchés financiers à l'action menée dans le domaine plus traditionnel de la politique monétaire place les banques centrales devant une tâche délicate, qui requiert un soin attentif.

POLITIQUE MONETAIRE

La politique monétaire a fait face à des chocs tant du côté de la demande que de l'offre

La politique monétaire de l'Eurosystème a dû faire face en 2001 à deux types de chocs qui ont affecté la zone euro. D'une part, la hausse du cours du pétrole en 1999 et 2000, dont l'effet a été amplifié par la dépréciation du cours de change, et, dans une moindre mesure, les difficultés survenues dans le secteur agricole ont provoqué des augmentations de prix et de coûts. D'autre part, l'éclatement de la « bulle financière » et la crise de surinvestissement aux Etats-Unis ont entraîné un reflux de la demande, qui a été aggravé par les conséquences des attentats terroristes du 11 septembre.

Le renchérissement du pétrole et les perturbations de la production agricole sont des chocs d'offre qui exercent une pression à la hausse sur les prix et à la baisse sur l'activité. Chargé avant toute chose du maintien de la stabilité de la valeur interne de la monnaie dans la zone euro, l'Eurosystème ne peut empêcher que, sous l'effet de tels facteurs, des fluctuations temporaires du niveau général des prix à la consommation ne se produisent, mais il doit veiller à ce que celles-ci ne se transforment pas en une dérive persistante. Chercher à contre-carrer l'incidence négative des turbulences précitées sur la croissance économique au détriment de la stabilité des prix serait une politique à courte vue, d'ailleurs contraire aux dispositions du traité sur l'Union européenne. En effet, la stabilité monétaire crée le climat de confiance nécessaire à une croissance durable.

La diminution des risques inflationnistes a créé les conditions d'un assouplissement de la politique monétaire

Au cours des premiers mois de l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu les taux d'intérêt de l'Eurosystème au niveau qu'ils avaient atteint en octobre 2000, afin de contenir les risques d'effets dérivés du renchérissement des importations et des hausses de prix des produits alimentaires. Le ralentissement de la croissance économique, après l'expansion particulièrement rapide de l'an 2000, n'était alors pas encore alarmant. Les conditions monétaires n'étaient d'ailleurs pas de nature à freiner l'activité. Les taux d'intérêt réels restaient en effet relativement bas dans une perspective historique et la forte dépréciation subie par l'euro l'année précédente favorisait les exportations des entreprises européennes.

Le Conseil des gouverneurs n'a cependant pas attendu une inflexion du rythme de la hausse des prix pour imprimer un changement d'orientation à la politique de taux d'intérêt. Il a décidé, dès le 10 mai, de diminuer de 25 points de base le taux directeur de l'Eurosystème, à savoir le taux des opérations principales de refinancement, pour le ramener à 4,50 p.c. Le ralentissement de l'expansion des crédits, le fléchissement prolongé de la croissance économique, la modération salariale et la décélération de la croissance de la masse monétaire M3 – qui, après élimination de certains avoirs de non-résidents auprès d'institutions financières monétaires de la zone euro, a d'ailleurs été plus marquée qu'il ne paraissait précédemment – ont été autant d'éléments indiquant une atténuation des tensions inflationnistes à moyen terme.

Au second semestre, il est devenu de plus en plus clair que les effets dérivés des chocs d'offre et de la dépréciation de l'euro sur la hausse des prix cédaient le pas à ceux de l'affaiblissement de la demande, qui apparaissait plus prononcé et de plus longue durée que prévu. Le 30 août, le Conseil des gouverneurs de la BCE a de nouveau réduit de 25 points de base le taux des opérations principales de refinancement.

Les événements du 11 septembre ont contraint les autorités à prendre des mesures exceptionnelles

Les attentats terroristes aux Etats-Unis ont immédiatement suscité deux réactions de l'Eurosystème. D'une part, des liquidités ont été temporairement injectées, tant en euro, au moyen d'appels d'offres rapides les 12 et 13 septembre, qu'en dollar des Etats-Unis, dans le cadre d'un accord d'échange conclu avec la Réserve fédérale, afin d'apaiser les tensions sur le marché monétaire et de pourvoir aux besoins urgents des banques européennes en liquidités en dollar. D'autre part, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, le 17 septembre, de réduire de 50 points de base le taux des opérations principales de refinancement – aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a d'ailleurs fait exactement de même avec le taux des fonds fédéraux –, étant donné que l'incertitude accrue touchant l'économie américaine et mondiale était de nature à peser sur les perspectives conjoncturelles et à réduire de ce fait les risques d'inflation dans la zone euro.

Cette décision a été prise par le Conseil des gouverneurs en dehors de ses réunions ordinaires. Celui-ci montrait ainsi qu'il avait pris la mesure du caractère exceptionnel des circonstances et qu'il entendait éviter que la confiance des chefs d'entreprise et des ménages ne soit davantage affectée. En même temps, il ne perdait nullement de vue l'orientation à moyen terme de la politique monétaire, dans laquelle cette décision s'inscrivait parfaitement.

Les semaines suivantes ont d'ailleurs confirmé la détérioration conjoncturelle et le recul des pressions inflationnistes, ce qui a conduit le Conseil des gouverneurs à abaisser une nouvelle fois de 50 points de base le taux des opérations principales de refinancement, le 8 novembre, ramenant ce taux à 3,25 p.c.

La stratégie de politique monétaire fondée sur une assise large prouve son utilité en période d'incertitude

Toutes ces décisions ont été fondées sur une analyse prospective approfondie, d'autant plus nécessaire que les impulsions de politique monétaire n'agissent sur les prix qu'au terme d'un délai assez long, mais d'autant plus difficile que les incertitudes entourant la situation économique et son évolution sont grandes. Dans l'Eurosystème, cette analyse est organisée autour de deux « piliers » qui permettent au Conseil des gouverneurs de tenir compte de l'ensemble des informations disponibles. L'étude des évolutions monétaires et celle d'une vaste gamme d'autres variables économiques peuvent ainsi être confrontées et donner lieu à la meilleure évaluation des risques pour la stabilité des prix, compte tenu d'un inévitable degré d'incertitude.

Parmi les données monétaires, un rôle particulier a été attribué à la croissance de l'agrégat M3, vu la relation relativement stable, à moyen terme, qui a été observée entre celle-ci et la hausse des prix. Le Conseil des gouverneurs a maintenu inchangée, à 4½ p.c., la valeur de référence pour la progression de M3. Il s'agit d'une référence

de moyen terme: l'année écoulée a fourni l'illustration d'importants dépassements dus à des réaménagements de portefeuille et à une préférence accrue pour les placements liquides, à des fins de précaution. Un tel phénomène, probablement temporaire, ne doit pas être considéré comme annonciateur de tensions inflationnistes. Une analyse plus approfondie des composantes de M3 et de ses contreparties, telles que la constitution d'actifs financiers à long terme et l'octroi de crédit par les intermédiaires financiers aux résidents de la zone euro, a corroboré cette interprétation.

Les nombreux indicateurs du second pilier de la stratégie de politique monétaire fournissent au Conseil des gouverneurs des informations sur les tensions et déséquilibres éventuels sur les marchés des biens, des services et de l'emploi, ainsi que sur les anticipations inflationnistes. Le Conseil n'est nullement insensible aux perspectives de croissance, puisque le taux d'utilisation des capacités de production et la situation de l'emploi influencent l'évolution des prix. Comme pour le premier pilier, le Conseil doit également tenir compte de l'incertitude inhérente à toute analyse économique, ainsi qu'en témoignent, au cours de l'année sous revue, les révisions successives à la baisse des prévisions de croissance.

La responsabilité de l'Eurosystème consiste à ne pas ajouter à l'incertitude par un excès d'activisme mais à garantir, au contraire, que la stabilité de la valeur interne de la monnaie sera assurée à moyen terme. La faiblesse des anticipations inflationnistes, dont l'écart entre les taux de rendement d'obligations nominales et indexées fournit une mesure, signifie que sa politique a été concluante. De même que des conditions monétaires propices à l'activité économique, le maintien à un bas niveau des primes de risque incluses dans les taux d'intérêt à long terme constitue l'un des éléments dont pourra se nourrir la reprise en 2002.

EVOLUTIONS ECONOMIQUES EN BELGIQUE

Une petite économie ouverte ne peut pas échapper à un ralentissement mondial de la croissance

Une petite économie ouverte comme la Belgique, dont le tissu économique est profondément intriqué avec le reste du monde, ne pouvait rester à l'abri du ralentissement conjoncturel mondial, qui a été étonnamment prononcé. Au contraire, en raison de sa dimension et de son degré d'ouverture, les chocs externes y sont le plus souvent ressentis avec une plus grande acuité qu'ailleurs. D'après des estimations encore provisoires, la progression moyenne du PIB serait revenue de 4 p.c. en 2000 à 1 p.c. en 2001. Depuis le printemps de l'an 2000, le rythme de croissance de l'activité économique s'était déjà fortement ralenti, mais le PIB se situait alors toujours au-delà de son niveau

potentiel. Un écart de production négatif s'est fait jour en 2001, et s'est progressivement creusé. Au troisième trimestre, la tendance baissière a paru s'estomper, mais l'ébranlement de la confiance après les événements du 11 septembre aux Etats-Unis a été une nouvelle épreuve, puisque la progression de l'activité semble s'être interrompue pendant les derniers mois de l'année, et a peut-être même fait place à une contraction du PIB.

Les exportations et les investissements ont le plus souffert...

La prépondérance des facteurs externes dans l'effritement de la demande s'est reflétée dans l'évolution des exportations de biens et de services, qui, après avoir progressé de 9,7 p.c. en 2000, ont reculé de 0,4 p.c. en 2001, ce qui correspond globalement à la dégradation de l'expansion des débouchés extérieurs pondérés par les produits. Cependant, étant donné que les importations en volume ont reculé davantage encore, la contribution nette du commerce extérieur à la hausse du PIB est demeurée positive.

Les investissements et, surtout, la formation des stocks par les entreprises sont les composantes de la demande intérieure qui ont le plus pâti du ralentissement mondial de la croissance. La progression en volume des investissements s'est détériorée, revenant de 3,3 p.c. en moyenne en 2000 à 1,2 p.c. en 2001, tandis que la baisse de la formation des stocks a représenté environ 1 p.c. du PIB. La grande sensibilité des investissements aux fluctuations de la demande s'explique par deux facteurs. A mesure que les entreprises révisent leurs perspectives de ventes, elles veulent – fût-ce avec un certain décalage – éliminer leur capacité de production excédentaire, mais la variation des investissements requise pour ramener le stock de capital au niveau désiré est généralement beaucoup plus forte que l'altération de la demande à l'origine de la décision. En outre, les fluctuations des débouchés influencent les bénéfices des entreprises et donc également les sources de financement propres dont elles disposent pour réaliser leurs investissements, ce qui peut constituer une raison supplémentaire de différer ces achats.

... mais les dépenses des particuliers ont mieux résisté

La consommation privée s'est maintenue plus longtemps. Son rythme de progression est en moyenne revenu de 3,8 p.c. en 2000 à 1,7 p.c. en 2001; ce dernier taux correspond approximativement à la majoration du revenu disponible réel des ménages. En dépit de la détérioration du climat économique et de la dégradation de la confiance qui s'en est suivie, il ne semble donc pas que les ménages aient épargné davantage. Ce comportement s'explique, entre autres, par le fait que le ralentissement de l'activité ne déteint qu'après un certain délai sur les perspectives de l'emploi, qui sont l'un des principaux déterminants de la propension à consommer. Il est d'ailleurs symptomatique que, dans le cadre des enquêtes relatives à la confiance des consommateurs, ces derniers ont eu tendance à juger la situation économique générale

beaucoup plus sombre que leur situation personnelle. La relation entre l'indice de confiance des consommateurs et leurs dépenses effectives est dès lors généralement moins forte et moins stable que le rapport entre la confiance des chefs d'entreprise et l'activité économique.

L'incidence du ralentissement de la croissance sur l'emploi a été moindre et différée...

Les fluctuations de l'activité économique ne se répercutent généralement sur l'emploi qu'après un certain délai, a fortiori lorsque l'on mesure celui-ci par le nombre de personnes occupées. Le recrutement ou le licenciement de main-d'œuvre est en effet onéreux pour les entreprises, et il prend du temps. En outre, les entreprises hésitent à se priver de compétences dont elles pourraient avoir à nouveau besoin lorsque la situation se sera améliorée. Ce facteur d'inertie risque de s'intensifier lorsque, simultanément, des pénuries touchent certains segments du marché du travail. Le net ralentissement de la croissance ne s'est dès lors reflété que partiellement dans l'évolution du nombre de personnes occupées, qui aurait en moyenne encore augmenté de 1,1 p.c. au cours de l'année sous revue, contre 1,6 p.c. en 2000. Les derniers mois, un certain nombre d'entreprises en proie à des difficultés structurelles ont cependant accéléré la mise en œuvre de programmes de rationalisation, qui ont parfois été synonymes d'importantes compressions de personnel. En conséquence, entre décembre 2000 et décembre 2001, le nombre de chômeurs a déjà augmenté de 25.000 unités, alors qu'une diminution de 2.000 unités a été enregistrée en moyenne sur l'ensemble de l'année.

... dans la mesure où les entreprises peuvent moduler l'utilisation de la main-d'œuvre de manière plus souple, ce qui exerce un effet de stabilisation

Les indicateurs qui donnent une mesure plus précise du volume réel de travail ont, en revanche, mis au jour plus rapidement et plus clairement l'incidence du ralentissement de la croissance. Ainsi, le nombre total d'heures prestées n'a plus progressé que de 0,6 p.c. en 2001, contre 1,5 p.c. en 2000 et, dans le secteur privé, l'accroissement du volume de travail est même revenu de 2,1 à 1,1 p.c. Outre l'extension ou la contraction de leurs effectifs, les entreprises disposent en effet de moyens plus élaborés pour adapter leur utilisation de main-d'œuvre aux variations de la production, comme l'ajustement de la durée effective moyenne de travail par personne occupée, le travail à temps partiel, le chômage temporaire ou l'embauche de travailleurs intérimaires. Le recours à ces régimes de travail s'est d'ailleurs élargi au fil des années. La souplesse du fonctionnement du marché du travail permet non seulement une allocation plus efficace des facteurs de production disponibles, mais elle peut également contribuer à la stabilité macro-économique ainsi qu'au renforcement de l'assise économique. Elle améliore en effet la capacité d'insertion professionnelle d'un plus grand nombre de personnes dotées de qualifications diverses, ce qui relève le taux d'emploi et contribue à préserver l'emploi de variations conjoncturelles trop vives, puisque plus de travailleurs peuvent rester occupés – quoique pas forcément à temps plein –, constituant ainsi un soutien non négligeable de la demande intérieure.

Le contenu en emplois de la croissance et le taux d'emploi en Belgique restent néanmoins à la traîne

Le contenu en emplois de la croissance a progressé depuis la fin des années quatre-vingt, mais dans de moindres proportions qu'ailleurs dans la zone euro. Au cours des cinq dernières années, dans la zone euro, une croissance économique moyenne de 2,6 p.c. s'est accompagnée d'une hausse de l'emploi de 1,5 p.c.; en Belgique, ces pourcentages ont atteint respectivement 2,8 et 1,2 p.c. Plusieurs facteurs expliquent ce retard. Les réformes structurelles du marché du travail et la modération salariale ont été plus prononcées dans certains autres pays de la zone euro, de sorte que la substitution du travail par le capital y a été plus fortement bridée. Il apparaît en outre que la concordance entre l'offre et la demande sur le marché du travail est moindre en Belgique. Un examen plus approfondi montre que celle-ci enregistre de piètres résultats en ce qui concerne l'adéquation de l'offre et de la demande selon les critères de la situation géographique et de la qualification professionnelle, tandis que le déséquilibre est moins prononcé selon la dimension sectorielle. Les derniers temps, certains segments du marché du travail ont été affectés de pénuries aiguës, alors même que plus de 7 p.c. de la population active était au chômage.

Malgré quelques années où des progrès encourageants ont été constatés, le taux d'emploi de la population en âge de travailler est aussi resté relativement faible en Belgique. En s'établissant à 60,9 p.c. en 2001, il est toujours nettement inférieur à la moyenne européenne, ainsi qu'à l'objectif de 70 p.c. à atteindre en 2010, qui a été formulé lors du Conseil européen de Lisbonne.

En dépit du ralentissement conjoncturel, les coûts salariaux ont continué d'augmenter assez sensiblement et, depuis quelques années, beaucoup plus rapidement que chez les partenaires commerciaux

Outre les facteurs structurels, l'évolution relative des coûts des différents facteurs de production détermine largement l'intensité en emplois de la croissance. Le renforcement de celle-ci a d'ailleurs inspiré l'accord interprofessionnel couvrant les années 2001 et 2002, que les partenaires sociaux ont conclu à la fin de 2000. Le maintien d'une évolution maîtrisée des salaires, conformément aux principes de la norme salariale instaurée en 1996, a constitué à cet égard un aspect important de l'accord, même s'il n'a certainement pas été le seul.

Sur la base des données actuellement disponibles, les salaires horaires conventionnels nominaux dans les entreprises se sont inscrits en hausse de quelque 3,5 p.c. en moyenne en 2001, dont 2,6 p.c. à la suite de l'indexation et 0,9 p.c. en raison d'augmentations des rémunérations conventionnelles réelles. Le relèvement du salaire horaire moyen causé par d'autres facteurs, parmi lesquels figure principalement ce que l'on appelle le « glissement des salaires », est estimé à 0,7 p.c. En revanche, de nouveaux abaissements des cotisations patronales à la sécurité sociale ont représenté une réduction des coûts salariaux de quelque 0,6 p.c. Dans l'ensemble, ces coûts horaires moyens dans les entreprises se seraient alourdis de 3,7 p.c. au cours de l'année sous revue, soit un accroissement légèrement supérieur à

celui de 3,5 p.c. enregistré en 2000, année de conjoncture pourtant nettement meilleure.

L'évolution des coûts salariaux en Belgique constitue également un motif d'inquiétude lorsque l'on considère une période un peu plus longue. Malgré l'existence d'une norme salariale et le sensible allègement des charges sociales, la hausse a été plus notable que dans les pays voisins : au cours des cinq dernières années, les coûts salariaux horaires nominaux ont augmenté au total de 16,3 p.c. en Belgique, contre 12,1 p.c. dans les trois principaux pays voisins. En termes réels, c'est-à-dire abstraction faite de l'inflation, la progression s'est élevée à, respectivement, 6,7 et 4 p.c.

Ces évolutions compromettent les créations d'emplois mais aussi la compétitivité

Entre ces évolutions divergentes des coûts de la main-d'œuvre et les résultats relativement plus faibles obtenus en matière de création d'emplois, il existe de multiples et indéniables rapports. Ces dernières années, les augmentations accordées en sus des conventions collectives ont pris de l'ampleur et ont même parfois été substantielles. Les inadéquations de l'offre et de la demande sur le marché du travail ont manifestement incité certaines entreprises à octroyer des indemnités salariales supplémentaires à certaines catégories de travailleurs, afin d'attirer ou de garder le personnel qualifié nécessaire. C'est surtout dans le secteur des services aux entreprises et dans celui des transports et communications que ces phénomènes ont été nettement plus perceptibles que dans les pays voisins. Le rythme de la hausse des salaires y a été respectivement trois fois et deux fois plus élevé que la moyenne nationale, alors qu'il ne s'en est guère écarté en Allemagne et en France. On peut par ailleurs se demander si, en l'occurrence, l'abaissement des charges sociales, qui a été plus important en Belgique que chez les partenaires commerciaux au cours des dernières années, n'a pas facilité l'octroi d'augmentations salariales plus fortes.

La montée relativement plus rapide des coûts salariaux en Belgique par rapport aux principaux partenaires commerciaux n'a en outre été que partiellement compensée par une augmentation plus forte de la productivité, de sorte que les coûts du travail par unité produite – qui constituent un important déterminant de la compétitivité – se sont également accrus plus sensiblement. Au cours des mêmes cinq dernières années, ces coûts ont crû d'un peu plus de 6 p.c. au total, contre seulement 3,5 p.c. environ, en moyenne, dans les trois principaux pays voisins et dans l'ensemble de la zone euro. La hausse plus vive de la productivité en Belgique a d'ailleurs aussi son revers, dans la mesure où elle reflète en partie l'éviction plus rapide de travailleurs moins qualifiés et l'augmentation relativement plus forte de la durée moyenne du travail, deux évolutions qui ne dénotent pas précisément un équilibre sur le marché de l'emploi.

L'effet direct des chocs d'offre inflationnistes s'est estompé progressivement...

En 2000 et au cours du premier semestre de l'année sous revue, les évolutions de l'inflation ont essentiellement été dominées, comme ce fut le cas ailleurs dans la zone euro, par deux chocs successifs qui ont touché l'offre, à savoir le net renchérissement de l'énergie, dont l'effet a été renforcé par la sensible dépréciation de l'euro, et la hausse des prix des produits alimentaires non transformés, en raison des crises qui ont frappé le secteur de la viande et à la suite de mauvaises conditions climatiques. Depuis l'été, l'augmentation des prix des produits énergétiques s'est toutefois fortement ralentie et, après les événements du 11 septembre, elle a même fait place à un net repli. Dans la mesure où la composante de l'énergie dans l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est plus importante en Belgique que dans la zone euro, l'inflation y a reculé plus sensiblement et plus tôt: la progression de l'IPCH est revenue au-dessous de la moyenne européenne dès le début de l'année.

... mais il a encore déteint sur la tendance sous-jacente de l'inflation

La tendance sous-jacente de l'inflation, qui fait abstraction des composantes volatiles comme les prix des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés, est, quant à elle, demeurée orientée à la hausse durant la plus grande partie de l'année et a été plus proche de la moyenne de la zone euro. Dans la mesure où l'indexation des salaires s'opère sur la base de l'«indice-santé», qui exclut les prix de la plupart des produits énergétiques, l'évolution des coûts en Belgique a, certes, pu être préservée dans une large mesure de l'effet direct des fluctuations des cours du pétrole, mais, comme dans d'autres pays, les chocs d'offre susmentionnés ont influencé de manière dérivée l'évolution des prix d'autres catégories de produits, ce qui a exercé des effets de second tour sur les coûts salariaux. Vers la fin de l'année, toutefois, il semblait que l'inflation sous-jacente était elle aussi en train de ralentir, quoiqu'elle demeurât relativement élevée, à plus de 2,5 p.c.

Malgré la faiblesse conjoncturelle, les finances publiques restent à l'équilibre

Bien que handicapés par un taux d'endettement élevé, les pouvoirs publics belges sont parvenus ces deux dernières années à enregistrer des résultats budgétaires qui, pour reprendre les termes du pacte de stabilité et de croissance, étaient «proches de l'équilibre ou en excédent». En 2000, les comptes de l'ensemble des administrations publiques ont, pour la première fois en un demi-siècle, dégagé un excédent de 0,1 p.c. du PIB. Pour l'année sous revue, ils afficheraient, selon les données actuellement disponibles, un surplus budgétaire de quelque 0,2 p.c. du PIB ou, si l'on fait abstraction des recettes non récurrentes de la vente des licences UMTS, un équilibre. Le précédent programme de stabilité, présenté à la fin de 2000, visait également un excédent de 0,2 p.c. du PIB pour 2001, sans toutefois prendre en considération le produit des ventes UMTS. En conséquence, le solde réalisé a été inférieur de quelque 0,2 p.c. du PIB à l'objectif. Tandis que, en 2000, une croissance supérieure aux attentes avait permis

d'atteindre l'équilibre budgétaire deux ans plus tôt que ne l'envisageait le programme de stabilité alors en vigueur, la situation s'est inversée pendant l'année sous revue, de sorte que la déviation par rapport aux objectifs est exclusivement imputable à l'affaiblissement de la croissance économique, qui a été plus net qu'on ne l'avait prévu lors de la confection du budget.

Les résultats budgétaires de la Belgique se comparent toutefois favorablement avec ceux enregistrés ailleurs dans la zone euro, dont le déficit moyen, qui s'est élevé à 1,1 p.c. du PIB, a été nettement supérieur, et où une majorité de pays se sont écartés plus sensiblement des objectifs de leur programme de stabilité. Le choix du gouvernement de combiner des hypothèses de départ prudentes lors de la confection du budget, conformément au principe dit du «hamster doré», et un suivi rigoureux de la mise en œuvre du budget pendant l'année, qui s'est notamment traduit par un contrôle budgétaire exceptionnel et un ajustement en juillet 2001, a donc incontestablement porté ses fruits.

Même si, globalement, la situation est donc plutôt positive, vu le contexte économique difficile, il convient de relever certains risques. Une analyse plus précise de l'évolution du surplus primaire structurel – à savoir le solde total, abstraction faite des charges d'intérêts, de l'incidence budgétaire des mouvements conjoncturels et de l'influence d'éléments non récurrents, qui donne par conséquent une représentation des évolutions tendanciennes sous-jacentes de la politique budgétaire – signale que ce surplus est revenu, entre 2000 et 2001, de 6,4 à 6 p.c. du PIB. En dépit de la nouvelle baisse des charges d'intérêts de la dette publique, le déficit structurel total se serait lui aussi quelque peu détérioré.

La détérioration conjoncturelle a incité tant les investisseurs et les emprunteurs que les institutions financières à faire preuve d'une plus grande prudence

Le ralentissement conjoncturel et la morosité du climat boursier ont conduit les sociétés à limiter tant leurs émissions d'actions et d'autres titres de créance que leur recours au crédit. Cette dernière évolution semble, en outre, avoir été renforcée par une politique plus restrictive de la part des banques en matière d'octroi de crédit. Un indice pourrait en être que celles-ci ont relevé, pour les prêts qu'elles accordent aux entreprises comme pour les crédits hypothécaires, les marges de taux d'intérêt qui s'ajoutent aux taux de marché. De multiples raisons les y ont conduites: la volonté d'adapter ces marges à un niveau plus conforme à la moyenne européenne, une prudence accrue après de retentissantes faillites et la perspective de normes plus strictes pour les fonds propres à la suite des travaux du Comité de Bâle.

Les incertitudes économiques et boursières ont également entraîné une fuite vers la sécurité de la part des investisseurs privés, qui s'est encore amplifiée après les attaques terroristes aux Etats-Unis. Au

cours de l'année sous revue, les particuliers ont dès lors manifesté une nette préférence pour les actifs à revenu fixe, spécialement sous la forme de dépôts liquides auprès des établissements de crédit. En ce qui concerne leurs engagements, la faible croissance des emprunts hypothécaires observée en 2001 contraste avec la progression vigoureuse enregistrée antérieurement.

Les prévisions sont dominées par l'incertitude de l'environnement extérieur

Si le climat économique mondial s'améliore effectivement dans le courant de 2002, comme le prévoient la plupart des observateurs, l'économie belge pourrait, elle aussi, rapidement se ressaisir. Mais, même dans le cas d'une relance de la croissance dès le début de l'année, il est peu probable que la hausse moyenne du PIB sur l'ensemble de celle-ci soit sensiblement plus élevée que l'an dernier. Outre un important effet de niveau négatif dû à 2001, il n'est en effet pas exclu que la récente dégradation de la situation sur le marché du travail continue de peser pendant quelque temps encore sur les dépenses de consommation, même si les allègements d'impôts décidés doivent progressivement exercer une influence positive.

En l'absence de nouveaux chocs externes importants sur les prix et pour autant que le récent alourdissement des coûts du travail par unité produite ne soit que temporaire, un nouveau repli de l'inflation pourrait se produire dans les prochains mois. Jusqu'à présent, hormis quelques exceptions, il n'y a guère d'indications que le passage à l'euro aurait donné lieu à un relèvement anormal du niveau général des prix. Il apparaît que les coûts liés au basculement ont globalement été limités pour les entreprises; de plus, il s'agit de coûts uniques, étalés sur une période de plusieurs années. Il est en outre probable que, sur la plupart des marchés, les économies que permet l'euro, la plus grande transparence des prix et le jeu de la concurrence exerceront plutôt un effet favorable sur l'évolution des prix.

DEFIS POUR LA POLITIQUE MACROECONOMIQUE

C'est dans les périodes de difficultés et d'incertitudes qu'un dosage des politiques macroéconomiques axé sur la stabilité s'impose particulièrement. Une politique monétaire visant la stabilité des prix et une politique budgétaire privilégiant une consolidation durable peuvent plus que jamais servir d'ancrage aux anticipations. Dans de telles circonstances, l'attention accordée aux réformes structurelles ne doit pas fléchir, puisque celles-ci amplifieront à plus long terme la capacité de résistance de l'économie face à des perturbations imprévues.

La politique monétaire doit instaurer la confiance dans une stabilité durable des prix

Les instruments monétaires conviennent peu à un réglage fin de la conjoncture, et la politique monétaire unique n'est, en outre, pas à même de répondre aux besoins spécifiques des différents Etats membres de la zone euro. Pour ces raisons, il ne serait guère sensé d'attendre de cette politique qu'elle se substitue à d'autres, comme la gestion des budgets publics. La principale contribution que la politique monétaire puisse apporter à l'établissement d'une base solide pour la croissance est d'instaurer la confiance dans une stabilité durable des prix, même en période d'incertitudes accrues. Il faut donc écarter au mieux toute ambiguïté sur ce que peut la politique monétaire et ce qu'elle doit viser. C'est pourquoi la Banque centrale européenne a suivi, depuis sa création en 1998, sa propre voie en toute indépendance et n'a pas cessé d'affirmer qu'il est plus judicieux de mener une politique prospective d'une main ferme que d'adopter une approche opportuniste à court terme, qui tenterait constamment de réagir aux variations des conditions économiques. Il est encourageant de constater que, au cours de l'année sous revue, l'opinion publique et le monde politique ont progressivement mieux compris et apprécié cette position.

La politique monétaire doit pouvoir s'appuyer sur des institutions et marchés financiers stables

Stabilité des prix et stabilité financière sont indissociables. D'une part, la maîtrise de l'inflation est un préalable nécessaire à la stabilité des marchés financiers. D'autre part, les banques centrales doivent pouvoir s'appuyer sur des institutions financières solides, au vu du rôle que celles-ci jouent dans la transmission des impulsions de la politique monétaire, mais également de l'incidence que d'éventuels problèmes dans la sphère financière ne manqueraient pas d'avoir sur l'économie réelle.

Ces interactions ont amené la BCE à plaider en faveur d'une implication plus grande des banques centrales dans le contrôle prudentiel des établissements de crédit. Le FMI a récemment pris position dans le même sens en invitant le gouvernement belge à poursuivre ses projets de renforcement des liens entre la Commission bancaire et financière et la Banque nationale de Belgique, en vue d'exploiter les complémentarités entre la surveillance microprudentielle et macroprudentielle.

Le ministre des Finances a mis en chantier une réforme qui, outre une réorganisation des compétences en matière de contrôle des marchés financiers et une modernisation de la gestion de la CBF, implique un rapprochement entre la Banque et celle-ci. Le projet prévoit notamment la constitution d'un Conseil de stabilité financière, présidé par le gouverneur de la Banque, qui devra concrétiser la coopération entre les deux institutions et dégager toutes les synergies qui peuvent résulter d'une exploitation plus rationnelle des ressources et des compétences existantes.

La préservation de la stabilité du système financier n'est toutefois pas du seul ressort des autorités publiques. Elle incombe d'abord aux institutions financières elles-mêmes, qui doivent y veiller, entre autres, par une gestion appropriée des risques inhérents à l'activité bancaire. Le nouvel accord de Bâle sur les fonds propres des banques confirmera la responsabilité première des organes de décision des institutions financières, en proposant de fonder les nouvelles exigences de fonds propres sur les méthodes utilisées par les banques pour gérer leurs risques.

Le pacte de stabilité et de croissance demeure un cadre de référence tout indiqué pour la politique budgétaire

Généralement, la politique budgétaire a, dans une union monétaire, un rôle important à jouer face aux fluctuations conjoncturelles. S'il est correctement appliqué, le pacte de stabilité et de croissance le lui permet parfaitement. L'obligation pour les Etats membres de l'UE de viser «à moyen terme» un budget «proche de l'équilibre ou en excédent» permet précisément de faire fluctuer les soldes budgétaires nominaux selon la conjoncture, en laissant le champ libre aux stabilisateurs automatiques, mais à condition que cela n'entraîne pas un dérapage systématique des finances publiques. Si, l'année passée, certains Etats, en particulier les plus grands, ont eu des problèmes à cet égard, c'est moins en raison des difficultés dues au cadre qui leur était imposé par le pacte que d'une insuffisante résorption de leurs déficits budgétaires structurels quand le climat conjoncturel était plus porteur. Ces Etats ont dorénavant moins de latitude pour laisser les stabilisateurs automatiques opérer pleinement, mais cette gêne ne peut remettre en cause les principes fondamentaux du pacte ou son cadre institutionnel.

La vigilance s'impose si l'on veut rester sur la voie préalablement tracée de la consolidation...

En Belgique, les finances publiques dégagent depuis deux ans déjà un léger surplus. Dans les conditions actuelles, un recul du solde budgétaire qui résulte du fonctionnement des stabilisateurs automatiques peut donc être admis. Il joue, en effet, le rôle d'un amortisseur anticyclique bienvenu et l'on peut, en outre, s'attendre à ce qu'il disparaisse spontanément lors de la reprise de l'économie. Mais un rebond conjoncturel ou des mesures ponctuelles ne suffisent pas à garantir des finances publiques assainies durablement. C'est la raison pour laquelle de nouveaux efforts s'imposeront encore dans les années à venir.

L'affectation de moyens additionnels pour répondre à certains besoins jugés prioritaires relève d'un choix politique et de société qu'il n'y a pas lieu de remettre en cause. La réforme fiscale et la diminution des charges sociales actuellement en cours sont des mesures susceptibles de renforcer l'assise économique et la création d'emplois et, par conséquent, le potentiel de croissance de l'économie. Mais, spécialement dans un pays où le ratio de la dette demeure élevé, il convient aussi de veiller à ce que ces orientations budgétaires restent compatibles avec

la trajectoire de consolidation retenue. Par exemple, celle-ci ne devrait pas être compromise par la mise en œuvre de la réforme, récemment annoncée, de l'impôt des sociétés.

...en vue de finances publiques saines, qui soient à même de relever le défi du vieillissement de la population

Car il est essentiel de ne pas différer la consolidation structurelle des finances publiques. Dans les prochaines années, il faudra en effet jeter les bases d'un processus permettant, à compter de 2010 environ, de faire face aux charges supplémentaires occasionnées par le vieillissement de la population qui, selon certaines estimations, pourraient atteindre quelque 5 p.c. du PIB.

Paradoxalement, les pays fortement endettés disposent d'un potentiel qui leur permet d'absorber le coût du vieillissement sans prendre des mesures complémentaires trop draconiennes, pour autant toutefois qu'ils réduisent la dette publique en temps voulu et à une cadence suffisamment rapide. Dans ce cas, la baisse des charges d'intérêts créera en effet spontanément des marges budgétaires susceptibles d'être utilisées, plus tard, pour supporter le fardeau des dépenses liées au vieillissement de la population.

Un tel processus nécessite de réaliser des surplus budgétaires structurels suffisamment élevés pour l'ensemble des pouvoirs publics dans les années à venir, au travers des fluctuations de la conjoncture. L'Eurosystème recommande à cet égard un excédent d'au moins 1 p.c. de la dette, soit, dans le cas de la Belgique, à peu près 1 p.c. du PIB. Cette orientation est d'ailleurs similaire à de précédentes recommandations du Conseil supérieur des finances.

Le Fonds de vieillissement créé par le gouvernement peut concourir à la concrétisation de cet objectif, en favorisant un consensus politique sur une réduction continue de la dette dans la perspective du problème démographique. Il ne s'y substitue toutefois nullement, étant donné que la constitution de réserves dans le Fonds n'affecte pas en elle-même la dette brute consolidée. C'est pourquoi il faut prévoir une alimentation récurrente du Fonds de vieillissement, qui n'est réalisable que par des excédents budgétaires structurels. Un apport supplémentaire, découlant de l'affectation des recettes de la vente d'actifs publics ou d'autres revenus exceptionnels, peut être bienvenu, mais ne suffira pas.

Dans un pays fédéralisé, le maintien de finances publiques saines est une responsabilité partagée

Dans un pays fédéralisé comme la Belgique, il est indispensable que toutes les composantes des pouvoirs publics souscrivent à la stratégie de consolidation et agissent en conséquence. L'autonomie budgétaire des entités fédérées a encore été élargie par les accords du Lambermont puisque, disposant déjà d'une indépendance totale quant à leurs dépenses, elles ont obtenu une plus grande autonomie fiscale. Par ailleurs, les communautés se verront à l'avenir octroyer des ressources nettement plus importantes et les fruits de la croissance

économique seront répartis plus également entre les entités fédérées et le pouvoir fédéral. Ce glissement de moyens au détriment du pouvoir fédéral ne peut cependant pas menacer les normes budgétaires de l'ensemble des administrations publiques. Dans un Etat fédéral, des finances publiques saines sont une responsabilité partagée. Les accords du Lambert ont rendu d'autant plus nécessaires une stratégie cohérente et un suivi rigoureux par le Conseil supérieur des finances.

Une évolution salariale responsable reste une condition essentielle de la création d'emplois et de la sauvegarde de la compétitivité...

La création d'emplois et le maintien de la compétitivité des entreprises sont aussi des objectifs qui requièrent une approche structurelle. L'expérience des années précédentes montre en effet qu'il faut manier avec prudence les bénéfices d'une reprise conjoncturelle et qu'il vaut mieux prévenir les éventuels dérapages. La formation des salaires doit dès lors rester axée sur l'évolution fondamentale de la productivité au travers du cycle conjoncturel et tenir compte de la position concurrentielle de chaque branche d'activité et de chaque entreprise par rapport aux pays voisins. Cela sera d'autant plus facile à réaliser si le marché du travail est suffisamment souple pour que la demande et l'offre puissent s'accorder aisément, tant quantitativement que qualitativement.

... mais doit être soutenue par des réformes structurelles du marché du travail, qui assurent une meilleure adéquation entre la demande et l'offre

Le système de la norme salariale permet la coordination du processus de formation des salaires tout en laissant, en principe, s'exprimer l'indispensable différenciation entre secteurs ou entreprises. Mais, on l'a vu, la norme salariale ne suffit pas à garantir, en toutes circonstances, une évolution maîtrisée des coûts salariaux. Des mesures contre l'insuffisance quantitative et surtout qualitative de l'offre de travail sont donc impératives, non seulement pour stimuler directement l'emploi et accroître le potentiel de croissance, mais aussi pour contenir les coûts du travail et, partant, l'inflation par les coûts et assurer la compétitivité. Ainsi, la modération salariale dans les entreprises peut être encouragée «par le bas», ce qui est en fin de compte plus conforme au marché et apparaîtra dès lors sans doute plus efficace qu'une seule norme salariale «imposée d'en haut». L'abaissement de l'impôt des personnes physiques est par ailleurs susceptible d'y contribuer, puisque les revenus nets du travail peuvent alors augmenter sans modification des salaires bruts. Certains aspects de la réforme fiscale concourent en outre à la résorption des pièges à l'emploi, ce qui peut efficacement aiguillonner l'offre de travail.

Le climat conjoncturel actuel n'est, il est vrai, pas favorable à l'insertion d'un nombre plus élevé de personnes dans le monde du travail. Mais les motifs du retard de la Belgique en matière de création d'emplois sont plus profonds, comme l'indique la persistance d'inadéquations sensibles entre la demande et l'offre de travail, à cause desquelles des postes vacants ne sont pas pourvus et qui impliquent

une sous-exploitation structurelle du potentiel de croissance de l'économie.

L'action des autorités doit donc viser à favoriser la mobilité et la capacité d'adaptation, dans leur acception la plus large, des travailleurs comme des entreprises. Les obstacles à une allocation optimale des facteurs de production compromettent les chances de créer davantage de bien-être et d'emplois. Pour autant qu'elles se déroulent dans des conditions socialement acceptables, les réorganisations d'entreprises et le développement de nouvelles activités doivent donc être plutôt encouragées que freinées. En outre, les efforts destinés à rendre le travail financièrement plus attractif doivent être redoublés. Enfin, l'accroissement de la mobilité et de la capacité d'insertion de la main-d'œuvre doit aller de pair avec des progrès en matière de formation théorique et pratique. Toutes les parties intéressées, les pouvoirs publics comme les employeurs et les travailleurs, doivent y contribuer par la mise en œuvre d'une stratégie globale et cohérente.

L'apprentissage tout au long de la vie est une nécessité dans la société de la connaissance dans laquelle nous vivons. Les efforts doivent donc être axés tant sur les apprentissages scolaires que sur une formation professionnelle adéquate et continue. Il est par ailleurs crucial que toutes les entreprises y prennent part, notamment les petites et les moyennes, et que toutes les catégories de la population active bénéficient de cet investissement dans le capital humain, particulièrement les personnes des «groupes à risque» comme les jeunes, les femmes, les travailleurs moins qualifiés ou plus âgés. La question du partage du coût de financement d'un tel programme entre les différentes parties doit également être abordée sans délai ni a priori.

L'objectif, fixé à Lisbonne, d'une hausse du taux d'emploi reste un défi important à relever, étant donné que, de ce point de vue, la position de la Belgique est relativement défavorable. Ces dernières années, le contexte économique porteur a permis une amélioration notable du marché du travail. Comme ce stimulant s'est temporairement effacé, il sera beaucoup plus difficile d'atteindre les objectifs définis dans le cadre de la stratégie européenne pour l'emploi. La volonté politique de tenir les engagements pris et même de définir de nouvelles ambitions pour la politique de l'emploi, qui concernent notamment les aspects qualitatifs du travail, est donc plus nécessaire encore que par le passé.

Le fonctionnement des marchés des produits et des services requiert également une amélioration structurelle

Ce n'est pas un hasard si le manque d'efficacité et de capacité d'adaptation se manifeste avec plus d'acuité, sur certains marchés, lorsque les conditions économiques deviennent plus difficiles et, dans certains cas, se traduit même par des faillites, qui ont des répercussions importantes pour l'emploi. Ces expériences amères doivent être un

encouragement à ne pas enrayer la marche des réformes structurelles, mais au contraire à leur donner de nouvelles impulsions. Le processus dit de Cardiff, que le Conseil européen a lancé en 1998, fixe à cet égard un cadre approprié. Son objectif fondamental est de renforcer le fonctionnement du marché intérieur en ouvrant à la concurrence des secteurs jusqu'à présent protégés, en réduisant les distorsions observées dans le jeu du marché et en encourageant la mise en œuvre de nouvelles techniques, notamment par des investissements dans la recherche et le développement.

Pour une économie ouverte comme celle de la Belgique qui, en raison de son intégration dans l'UEM, est de plus en plus soumise aux pressions de la concurrence internationale, la question est d'un intérêt vital. Les pouvoirs publics fédéraux et régionaux ont, ces dernières années, déployé de nombreuses initiatives et ont engrangé des résultats remarquables dans certains domaines, tels que la libéralisation du marché des télécommunications. Cependant, à de nombreux autres égards, les réformes promises peinent à se réaliser, parce que leur application se heurte trop souvent à des obstacles administratifs, logistiques ou politiques ou qu'un projet stratégique cohérent, auquel toutes les parties intéressées puissent adhérer, fait défaut.

Comme l'exposent les grandes orientations des politiques économiques européennes, les efforts doivent porter en particulier sur la libéralisation des secteurs du transport et de l'énergie, en vue d'y améliorer l'efficacité et la qualité du service et de réduire la dépendance vis-à-vis des subventions publiques; les liens entre les secteurs public et privé doivent être plus transparents afin d'éviter les distorsions de concurrence et des confusions d'intérêts; les formalités administratives imposées aux entreprises doivent être réduites. Ainsi, dans le commerce et la distribution, diverses barrières réglementaires et administratives gênent encore l'accès au marché et limitent la libre concurrence. De même, les réformes annoncées de l'appareil public, qui prévoient notamment la mise en œuvre de systèmes de gestion modernes, un recours élargi aux nouvelles techniques d'information et de communication et, en règle générale, la mise en exergue de la qualité du service, méritent une approche énergique. Dans chacun de ces domaines, les partenaires de la Belgique au sein de l'UE ne sont pas non plus restés inactifs. Tout retard dans l'accomplissement des progrès peut entraîner un déclin relatif et gâche une occasion de renforcer durablement le potentiel de croissance de l'économie belge.

CONCLUSION

Au cours de l'année sous revue, les économies occidentales avancées ont été confrontées à une détérioration synchrone de la conjoncture. Il est trop tôt pour décider si cet affaiblissement ne marque qu'une pause dans une longue période d'expansion ou si la rapide croissance enregistrée à la fin du vingtième siècle constituait elle-même une exception, qui devait être suivie d'une correction spontanée. En revanche, il est déjà clair que les régularités économiques, si elles n'ont pas force de lois naturelles, sont moins faciles à ignorer qu'on ne l'avait parfois cru au cours des années antérieures. En dépit de l'espoir que beaucoup avaient fondé sur une augmentation de la productivité grâce aux nouvelles techniques, il est apparu que les facteurs déstabilisants inhérents à tout cycle conjoncturel peuvent toujours avoir le dessus. Nombre d'investisseurs, de chefs d'entreprise, de consommateurs et de pouvoirs publics ont appris à leurs dépens qu'il est hasardeux de tirer des plans sur la comète.

Aux Etats-Unis, l'assouplissement radical de la politique monétaire n'a pas été en mesure d'empêcher la récession, ce qui prouve que les instruments monétaires ne peuvent pas à eux seuls assurer l'équilibre à court terme d'une économie. Dans les circonstances difficiles, la BCE est demeurée fidèle à sa mission primordiale: en poursuivant l'objectif de maintien de la stabilité des prix à moyen terme, elle cherche en effet à garantir une condition nécessaire à une croissance durable, sans vouloir donner l'impression qu'il s'agirait d'une condition suffisante.

Par le jeu des stabilisateurs économiques, les autorités budgétaires disposent en principe d'un levier plus puissant pour absorber les fluctuations conjoncturelles. Mais, à plus long terme, cet instrument n'est efficace que s'il est appliqué de manière symétrique, que la conjoncture soit bonne ou mauvaise. Les responsables politiques nourrissent encore trop souvent l'illusion qu'ils peuvent impunément relâcher leur vigilance en période de forte croissance. Le dégrisement ne vient que plus tard, lorsque les circonstances sont moins favorables et qu'il apparaît que les finances publiques ont structurellement dévié de leur route, à l'instar de ce qui s'est passé dans quelques grands pays de l'UE.

Il est réconfortant de constater que, en Belgique, un tel dérapage a pu être évité. Pour la deuxième année consécutive, les comptes publics se sont en effet clôturés, en termes nominaux, par un léger surplus. A moyen terme, il faudra toutefois rehausser les ambitions. Pour préparer les finances publiques à la charge inéluctable du vieillissement de la population, des excédents budgétaires structurels doivent être

engrangés dès que possible. En outre, il est indispensable de poursuivre la mise en œuvre de mesures durables qui servent le potentiel de croissance de l'économie, car celles-ci seront plus bénéfiques que des remèdes à court terme. L'amélioration de la qualité des interventions des pouvoirs publics doit dès lors être une préoccupation constante, quel que soit le contexte économique.

Parallèlement, le souci de conditions adaptées et durablement équilibrées sur le marché du travail doit présider à la concertation sociale. L'évolution modérée des coûts et les réformes structurelles qui visent à un fonctionnement plus efficace du marché sont les clefs de voûte d'une politique socio-économique axée sur le renforcement de la compétitivité et le relèvement du taux d'emploi, qui permette au plus grand nombre d'en récolter les fruits.

L'Union européenne ambitionne de devenir prochainement une des économies les plus compétitives et les plus dynamiques du monde. Cette aspiration est d'autant plus justifiée qu'elle peut désormais s'appuyer sur la réalité tangible d'une monnaie commune, qui a renforcé la cohésion en Europe et constitue un tremplin pour l'avenir. La Belgique se doit de jouer un rôle précurseur à cet égard. L'adversité temporaire, au lieu de décontenancer, incitera, au contraire, à tirer les enseignements qui s'imposent des manquements apparus et à joindre les efforts en vue de progrès durables.

Bruxelles, le 30 janvier 2002