

REVUE ECONOMIQUE



8^e Année
II-2002

Banque Nationale
de Belgique



Copyright Banque Nationale de Belgique s.a.

La citation et la reproduction à des fins non commerciales sont autorisées,
pour autant qu'il soit fait mention de la source.

ISSN 1372-3162

SOMMAIRE

L'économie belge en 2002	9
Effets du passage à l'euro fiduciaire sur l'inflation	41
Effets du passage à l'euro fiduciaire sur la demande de monnaie	57
Summaries of articles	67
Abstracts of the Working paper series	69

LISTE DES ABREVIATIONS

ATM	Automated Teller Machine
BCE	Banque centrale européenne
BEA	Bureau of Economic Analysis
BNB	Banque Nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CE	Commission européenne
CEC	Centre d'échange d'opérations à compenser du système financier belge
FEDERGON	Union professionnelle des entreprises de travail intérimaire
FMI	Fonds monétaire international
ICN	Institut des comptes nationaux
INS	Institut National de Statistique
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
ISM	Institute for Supply Management
MAE	Ministère fédéral des Affaires économiques
MET	Ministère fédéral de l'Emploi et du Travail
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
PIB	Produit intérieur brut
SEC	Système européen des comptes
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UMTS	Universal Mobile Telecommunications System

SIGNES CONVENTIONNELS

—	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
e	estimation
n.	non disponible
p	provisoire
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire

L'ECONOMIE BELGE EN 2002

Traditionnellement, la Banque présente à la fin du printemps ses projections macroéconomiques pour l'année en cours. Celles-ci sont établies dans le cadre des projections de l'Eurosystème, dont les résultats pour la zone euro sont publiés dans le numéro de juin du bulletin mensuel de la BCE.

La première partie de l'article est consacrée aux évolutions récentes et aux prévisions pour les principales économies, et particulièrement la zone euro. Elle comprend une description des développements réels et financiers au cours des derniers mois, une présentation des prévisions de printemps des principaux organismes internationaux et des projections de l'Eurosystème pour la zone euro. Les hypothèses qui sous-tendent ces projections et une appréciation des risques afférents figurent également dans cette partie. Elles s'appliquent également à la Belgique.

Le reste de l'article présente de manière détaillée la situation récente et les projections pour l'économie nationale. L'activité économique récente et les perspectives de l'évolution, en 2002, du PIB, des principales catégories de dépenses et de l'emploi sont décrites au chapitre 2. Le chapitre suivant retrace les développements passés et attendus en matière d'inflation et de coûts salariaux. Le chapitre 4, pour sa part, étudie en détail l'évolution des finances publiques. Le dernier chapitre présente les résultats en termes de capacité ou de besoin de financement des grands secteurs de l'économie, ainsi que le compte courant de la balance des paiements.

Les projections pour la Belgique ont été établies sur la base des informations disponibles au 17 mai 2002. Depuis, l'ICN a publié sa première estimation de l'évolution de l'activité économique au premier trimestre de 2002; les résultats en sont globalement en ligne avec les projections pour l'ensemble de l'année.

De manière générale, les comptes nationaux constituent le cadre d'analyse des développements économiques réels. En 2002, les évolutions de certaines variables seront affectées par des mouvements de nature purement comptable. Ceux-ci résultent de l'intégration des entreprises publiques de radiotélévision dans le secteur des administrations publiques, plutôt que dans les sociétés non financières, pour les raisons et avec les conséquences qui sont détaillées dans l'annexe. Les projections sont commentées en ne tenant pas compte de ces effets comptables, pour éviter que ceux-ci ne perturbent l'analyse des développements économiques. Dans les tableaux, les résultats sont cependant présentés selon les deux concepts, soit avant et après le changement de secteur.

1. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

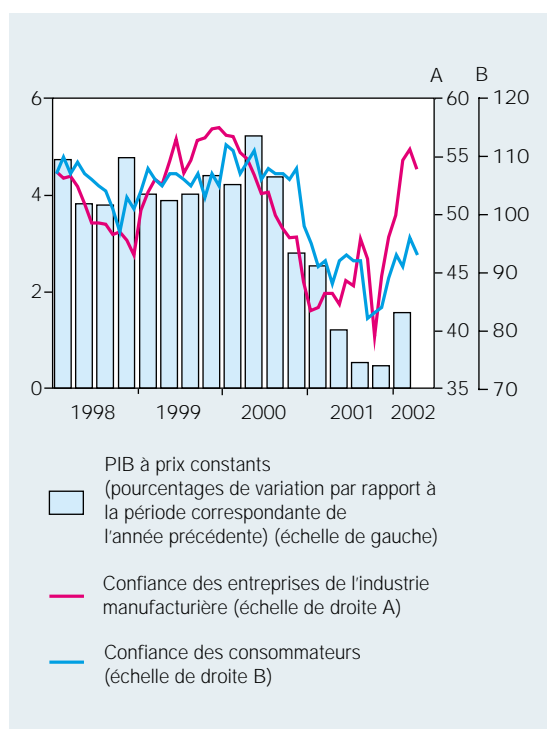
1.1 EVOLUTION RECENTE DE L'ACTIVITE

L'incidence des chocs à l'origine du ralentissement de la croissance économique mondiale en 2001 s'est progressivement réduite. Les prix du pétrole, dont les hausses antérieures avaient affecté la consommation et les investissements l'année dernière, ont considérablement baissé depuis la fin de 2000, particulièrement au dernier trimestre de 2001, lorsque le ralentissement de la croissance a pesé lourdement sur la demande de produits pétroliers. Néanmoins, le pétrole s'est de nouveau renchéri à partir de mars 2002, en raison notamment des tensions au Moyen-Orient. Les difficultés éprouvées par les secteurs producteurs des technologies de l'information et de la communication (TIC), à la suite de la chute des investissements aux

Etats-Unis, semblent s'atténuer et, après l'éclatement de la bulle financière liée au secteur technologique et le repli mondial des cours de bourse, la situation prévalant sur les marchés boursiers est demeurée plus stable depuis la fin de 2001. Enfin, la confiance n'a été ébranlée par les attentats du 11 septembre 2001 que pendant une assez courte période. La résorption progressive des effets négatifs de ces chocs a préparé le terrain pour une reprise de l'économie mondiale en 2002.

La croissance récente de l'activité aux Etats-Unis et la reprise des exportations dans les pays émergents d'Asie, comme les indications d'une consolidation de l'activité économique dans la zone euro, constituent en effet des signes d'un redressement de l'économie mondiale. La faiblesse de l'économie japonaise constitue une exception notable à ce tableau optimiste.

GRAPHIQUE 1 – EVOLUTION RECENTE DE L'ACTIVITE ET INDICATEURS DE CONFIANCE AUX ETATS-UNIS



Sources : BEA, ISM, OCDE.

Aux Etats-Unis, l'économie a rebondi à partir du dernier trimestre de 2001, au cours duquel le PIB à prix constants a crû de manière inattendue par rapport au trimestre précédent. Selon les premières estimations du ministère du Commerce, la reprise s'est nettement confirmée au premier trimestre de 2002. La consommation privée, qui a remarquablement bien résisté au ralentissement de 2000-2001, a continué de croître : la progression des achats de biens de consommation non durables et de services a largement compensé l'affaiblissement de la consommation de biens durables. En outre, les stocks ont encore fléchi, mais nettement moins qu'au dernier trimestre de 2001. Les investissements des entreprises sont, pour leur part, restés faibles, même si le recul a été plus limité au premier trimestre de 2002 qu'au cours du trimestre précédent. Le redressement de l'économie américaine se reflète par ailleurs dans les indicateurs de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, qui ont progressé à une cadence élevée depuis la fin de 2001. Après les hausses importantes observées au cours des mois précédents, ces indicateurs ont toutefois légèrement reculé en avril 2002.

L'économie japonaise reste confrontée à de profonds problèmes structurels au niveau du secteur financier et des entreprises. Au quatrième trimestre de 2001, le PIB à prix constants a encore reculé, essentiellement en raison de l'affaiblissement des investissements des entreprises. Néanmoins, plusieurs évolutions observées récemment pourraient indiquer un possible début de reprise de la production industrielle. Ainsi, il semble que le déclin des exportations ait atteint un creux et que les pressions exercées sur la production industrielle par la réduction des stocks s'atténuent progressivement.

En ce qui concerne le reste du monde, certains pays émergents d'Asie ont enregistré un redressement de leurs exportations au cours des derniers mois, essentiellement dans les branches des TIC. Cette évolution paraît attribuable aux relations commerciales étroites entre ces pays et

les Etats-Unis. La plupart des pays en transition ont, par rapport à d'autres régions du monde, bien résisté au ralentissement de la croissance. En Amérique latine, l'Argentine est en proie à une grave crise financière. Si les effets de contagion de cette crise sont restés globalement limités pour les autres pays de la région, certains ont été touchés par le ralentissement de la croissance américaine.

Dans la zone euro, où la croissance était déjà devenue assez faible aux deuxième et troisième trimestres, l'activité économique s'est encore détériorée au quatrième trimestre de 2001, en raison de la progression limitée de la consommation des particuliers, de la régression de la formation brute de capital fixe des entreprises et de l'importante diminution des stocks. Les exportations ont nettement reculé, mais dans une moindre mesure que les importations. Les données récentes sont cependant encourageantes

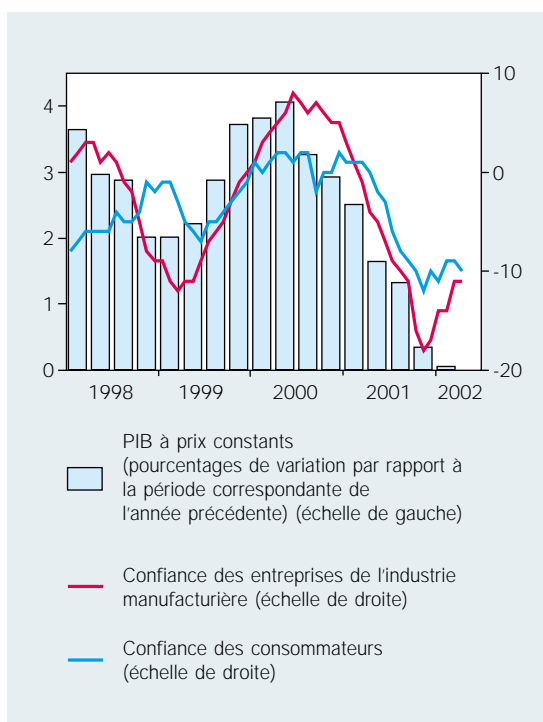
pour l'évolution de l'activité dans la zone euro. Ainsi, la production industrielle corrigée des variations saisonnières aurait légèrement augmenté au premier trimestre de 2002 par rapport au trimestre précédent. En outre, l'indicateur de la confiance des entreprises s'est nettement redressé depuis novembre 2001. Même si l'amélioration en est moins marquée, la confiance des consommateurs s'est également affermie dans l'ensemble de la zone euro depuis le creux de novembre 2001.

1.2 EVOLUTIONS FINANCIERES

Dans la zone euro comme aux Etats-Unis, le recul des taux d'intérêt à long terme et des cours des actions entamé en 2000 a fait place à une reprise dès l'automne 2001, en raison d'une amélioration des perspectives de croissance. Le regain d'optimisme n'a pas été continu et s'est particulièrement manifesté dans les derniers mois de 2001 et en mars 2002. L'accentuation de la pente de la courbe des rendements a témoigné de l'attente d'un resserrement des conditions monétaires, restées très accommodantes. Au Japon, par contre, les perspectives économiques ont encore été considérées comme médiocres et sans signe d'amélioration jusqu'en février 2002.

Dans les trois grandes économies industrialisées, la politique monétaire, qui avait été nettement assouplie en 2001, n'a plus été modifiée au cours des cinq premiers mois de 2002. Aux Etats-Unis, la cible pour le taux des fonds fédéraux avait été ramenée de 6,5 p.c. à la fin de 2000 à 1,75 p.c. le 11 décembre 2001. Lors de ses réunions du 30 janvier, du 19 mars et du 7 mai 2002, le Federal Open Market Committee l'a maintenue à ce niveau historiquement bas, annonçant cependant en mars une réévaluation des perspectives au regard des objectifs de croissance et de stabilité des prix: alors qu'à la fin de janvier, les risques penchaient encore du côté d'une faiblesse de l'activité, ils ont été jugés équilibrés en mars et en mai. En raison

GRAPHIQUE 2 – EVOLUTION RECENTE DE L'ACTIVITE ET INDICATEURS DE CONFIANCE DANS LA ZONE EURO



Source : CE.

GRAPHIQUE 3 – EVOLUTIONS FINANCIERES DANS LES PRINCIPALES ECONOMIES

(moyennes mensuelles¹)



Sources : BRI, BCE, Reuters, Stoxx Limited, BNB.

¹ Moyenne des 21 premiers jours pour mai 2002.

² Fin du mois, sauf le 21^e jour pour mai 2002.

d'anticipations à la hausse des taux des fonds fédéraux, les taux d'intérêt à trois mois se sont légèrement tendus.

Au Japon, la banque centrale a continué de se fixer comme cible opérationnelle les réserves monétaires plutôt que les taux d'intérêt, de manière à élargir la liquidité. La conséquence

de cette politique de liquidité abondante a été le maintien à zéro des taux d'intérêt à court terme. L'octroi de crédit par les banques commerciales est cependant demeuré atone, à la fois en raison de la faiblesse de l'investissement et de l'attitude des banques, dont la situation financière reste obérée par des créances douteuses.

Dans la zone euro, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème était revenu de 4,75 p.c. dans les premiers mois de 2001 à 3,25 p.c. le 8 novembre 2001. Le Conseil des gouverneurs de la BCE l'a maintenu par la suite à ce niveau, qu'il a jugé approprié pour assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

Certes, la croissance de M3, analysée dans le cadre du premier pilier de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème, a subi une vive accélération au second semestre de 2001: la moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de cet agrégat a atteint 8 p.c. dans la période allant de novembre 2001 à janvier 2002, soit beaucoup plus que la valeur de référence de 4½ p.c. Toutefois, cette expansion n'a pas été tenue pour le signal de risques pesant sur la stabilité des prix, car elle résultait surtout de réallocations de portefeuille, qui pourraient être temporaires, reflétant une forte préférence des placeurs pour la liquidité dans un contexte de grande incertitude, et elle était accompagnée d'un ralentissement de la progression des prêts au secteur privé. S'il devait persister, en particulier dans un environnement de croissance économique plus soutenue, l'excédent de liquidité deviendrait cependant un sujet de préoccupation.

En ce qui concerne le second pilier, le Conseil des gouverneurs a estimé que la zone euro remplissait les conditions d'une reprise de la croissance, que celle-ci se produirait en 2002, mais qu'une incertitude subsistait quant à son profil précis et que la demande globale n'exercerait qu'une pression limitée sur les prix. Jusqu'en février, l'on s'attendait en outre à un recul assez net de l'inflation grâce à la résorption du renchérissement antérieur des importations et des produits alimentaires. Le rebond des prix du pétrole et le tour pris par certaines négociations salariales ont ensuite tempéré cet optimisme.

Aux Etats-Unis et dans la zone euro, les taux d'intérêt à long terme se sont inscrits à la

hausse dès le mois de novembre 2001. Ce mouvement a surtout résulté d'un affermissement de la confiance dans une reprise de la croissance économique, qui a conduit les opérateurs financiers à prévoir un resserrement plus rapide de la politique monétaire, en particulier aux Etats-Unis, mais qui a aussi quelque peu alimenté les anticipations inflationnistes. Les succès militaires en Afghanistan ont en outre contribué au retournement de la fuite vers des valeurs-refuge. Au cours des deux premiers mois de 2002, la remontée des rendements obligataires américains s'est interrompue, en partie sous l'effet d'une désaffection relative pour le marché des actions, à la suite de révélations sur les pratiques comptables de la société en faillite Enron. Elle a repris en mars, notamment à la suite de l'annonce d'une croissance étonnamment vigoureuse du PIB américain au quatrième trimestre de 2001. En avril et en mai, ces taux se sont quelque peu repliés en raison d'informations mitigées relatives à la conjoncture américaine, qui ont fait reculer les anticipations de resserrement de la politique de taux d'intérêt de la Réserve fédérale. Alors que les taux des obligations américaines et européennes évoluaient de concert, les taux d'intérêt à long terme sont demeurés faibles au Japon, leur légère hausse au 1^{er} trimestre de 2002 étant sans doute plus attribuable à la perception d'un risque accru qu'à un regain d'optimisme quant à la croissance.

C'est sur le marché des actions que la perspective d'une embellie conjoncturelle a exercé les effets les plus précoces, puisque le creux y a été dépassé dès octobre 2001, en dépit de la faiblesse des bénéfices et de faillites retentissantes, principalement aux Etats-Unis. Il semble que les opérateurs aient notamment eu confiance dans l'effet de la stimulation budgétaire dans ce pays et dans celui des assouplissements monétaires auxquels ont procédé la Réserve fédérale et l'Eurosystème. Le rapport cours/bénéfices des actions américaines comprises dans l'indice S&P 500 a atteint un niveau très élevé au début de 2002, en partie du

fait de baisses exceptionnelles des profits. Sur les bourses européennes, le niveau du rapport cours/bénéfices est apparu moins inhabituel. En avril et mai, les principaux indices américains et européens ont été orientés à la baisse.

Sur le marché des changes, enfin, le dollar des Etats-Unis a repris son mouvement ascendant d'octobre 2001 à janvier 2002, s'éloignant davantage d'une valeur d'équilibre à long terme, en raison de l'attente d'une reprise plus rapide et plus vive aux Etats-Unis qu'ailleurs. Le cours de change effectif du dollar a cependant décliné par la suite, surtout en mai. Le yen s'est nettement déprécié à la fin de 2001, effaçant ainsi l'appréciation qui avait accompagné l'espoir d'une reprise en 1999; il s'est quelque peu redressé à la fin de la période sous revue. Le cours de change effectif de l'euro n'a guère varié d'août 2001 à avril 2002, avant de remonter au mois de mai. Vis-à-vis de la monnaie américaine, l'euro a ainsi atteint plus de 0,93 dollar, après avoir baissé au-dessous de 0,87 dollar à la fin de janvier 2002.

1.3 PERSPECTIVES POUR 2002

S'appuyant sur un ensemble de signes prometteurs, les principaux organismes internationaux s'attendent, dans leurs prévisions de printemps, à une croissance de l'économie mondiale de quelque 2,8 à 2,9 p.c. en 2002, contre 2,3 à 2,5 p.c. en 2001. Cette reprise modérée dans les chiffres annuels moyens masque toutefois un net renforcement de l'activité en cours d'année. En outre, après avoir stagné l'année précédente, le commerce mondial devrait à nouveau croître de façon plus soutenue en 2002.

Pour les Etats-Unis, les organismes internationaux s'attendent unanimement à une croissance plus forte en 2002. Ils prévoient une progression du PIB à prix constants de 2,3 à 2,7 p.c. en 2002, contre 1,2 p.c. l'année passée. A court terme, la consommation privée devrait encore fournir un soutien important à la reprise. Par ailleurs, il semble qu'après l'importante diminution des stocks observée au dernier trimestre de 2001, la variation des stocks fournira aussi,

TABLEAU 1 – PREVISIONS DE PRINTEMPS DES ORGANISMES INTERNATIONAUX POUR 2002

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

	FMI		OCDE		CE	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
PIB à prix constants						
Etats-Unis	1,2	2,3	1,2	2,5	1,2	2,7
Japon	-0,4	-1,0	-0,4	-0,7	-0,5	-0,8
Zone euro	1,5	1,4	1,6	1,3	1,6	1,4
Inflation ¹						
Etats-Unis	2,8	1,4	2,8	1,8	2,8	1,4
Japon	-0,7	-1,1	-0,7	-1,2	-0,5	-0,9
Zone euro	2,6	1,9	2,5	2,0	2,5	2,2
Taux de chômage ²						
Etats-Unis	4,8	5,5	4,8	5,6	4,8	5,7
Japon	5,0	5,8	5,0	5,8	5,1	6,2
Zone euro	8,3	8,5	8,0	8,2	8,3	8,5

Sources: CE, FMI, OCDE.

¹ Indice des prix à la consommation, IPCH pour la zone euro.

² Pourcentages de la population active.

dans un premier temps, une contribution très positive à la croissance. Les investissements des entreprises, en revanche, devraient d'abord rester faibles, avant de s'inscrire plus nettement à la hausse, notamment dès que les bénéfices des entreprises s'amélioreront. Les importations de biens et services devraient afficher, selon les estimations, une croissance vigoureuse sous l'effet de l'expansion de la demande intérieure, alors que les exportations subiront vraisemblablement les effets de la perte de compétitivité accumulée précédemment à la suite de l'appréciation du dollar. En conséquence, la contribution des exportations nettes à la croissance devrait être négative. Etant donné les signes de surcapacités de production, les pressions inflationnistes devraient encore rester limitées au cours de l'année considérée.

Dans le prolongement de la baisse d'activité constatée en 2001, les institutions internationales prévoient pour le Japon une diminution, plus forte encore, du PIB à prix constants en 2002, à concurrence de 0,7 à 1 p.c. Sous l'effet de l'évolution défavorable du marché du travail, de l'état précaire des finances publiques, de la situation du secteur financier et de la faiblesse des cours de bourse, la consommation privée devrait rester atone. En raison des diminutions persistantes des bénéfices et de conditions de financement difficiles, les investissements des entreprises devraient par ailleurs encore rester faibles. Les exportations constituent quasiment le seul élément positif dans ce sombre tableau de prévisions. Grâce à l'amélioration de l'environnement international et à l'affaiblissement du yen en 2001, une croissance plus rapide et un peu plus forte que prévu initialement des exportations japonaises est désormais envisagée. Il faudra toutefois attendre la fin de 2002 pour que cette évolution puisse fournir la base d'une reprise tirée par les exportations, mais qui resterait fragile en raison des graves problèmes structurels et de la toute récente appréciation de la monnaie japonaise. La tendance déflationniste devrait se maintenir, dans un climat de faiblesse persistante de la demande et de

problèmes structurels du côté de l'offre: une baisse des prix de 0,9 à 1,2 p.c. est prévue.

Compte tenu de leurs importantes relations commerciales avec les Etats-Unis, les pays émergents d'Asie devraient enregistrer une progression de l'activité. Cette évolution devrait exercer un effet favorable sur les autres petites économies ouvertes d'Asie. Même si la croissance de la Chine et de l'Inde devait être essentiellement soutenue par la vigueur de la demande intérieure, l'activité économique du continent asiatique resterait globalement dépendante des exportations en 2002, alors que les réformes structurelles ne progressent que lentement. Après la forte croissance enregistrée en 2001, l'activité devrait ralentir quelque peu en 2002 dans les pays européens en transition et en Russie. A moyen terme, les candidats à l'adhésion devraient ressentir les effets bénéfiques de leur entrée dans l'Union européenne. Les déficits budgétaires élevés et les déséquilibres de la balance des opérations courantes de certains de ces pays constituent toutefois des éléments de risque. En Amérique latine, la croissance devrait rester faible en 2002, avec toutefois d'importantes différences entre les pays. Ainsi, la situation économique et financière de l'Argentine devrait continuer à se détériorer. Compte tenu des effets de contagion limités de la crise argentine, les autres économies de la région devraient se redresser, en particulier dans les pays qui entretiennent d'étroites relations commerciales avec les Etats-Unis.

L'expérience a appris qu'il est difficile de prévoir exactement les points d'inflexion de l'évolution conjoncturelle, notamment en raison du retard avec lequel les informations relatives à l'évolution de l'activité sont disponibles. Actuellement, la reprise de l'économie mondiale est surtout perceptible dans la forte croissance de l'activité observée récemment aux Etats-Unis et, vu leurs relations commerciales étroites avec ce pays, dans les pays émergents d'Asie. Néanmoins, l'incertitude reste grande quant à la vigueur et au caractère durable de la reprise, particulièrement

aux Etats-Unis. Ainsi, le revirement conjoncturel dans ce pays résulte dans une large mesure des répercussions positives exercées sur la consommation privée par le repli des prix des produits pétroliers en 2001 et par les mesures de relance budgétaire et monétaire, ainsi que du retournement du cycle des stocks. Le dynamisme de la consommation privée pourrait toutefois être sapé par la faiblesse du taux d'épargne et l'endettement élevé des ménages, dont le comportement pourrait aussi être affecté, après un certain délai, par un effet de richesse négatif. En outre, des signes persistants de surcapacités de production, l'incertitude entourant les perspectives de bénéfices et le taux d'endettement élevé des entreprises, qui les rend vulnérables à un relèvement des taux d'intérêt, pèsent sur les prévisions d'investissements. Par ailleurs, le déficit élevé du compte courant de la balance des paiements des Etats-Unis ne s'est pas modifié substantiellement, et les risques liés à un ajustement brutal de ce déséquilibre restent entiers. Pour ce qui concerne la zone euro, les indicateurs de la confiance des entreprises et des consommateurs vont clairement dans le sens d'une reprise de l'activité, mais l'accélération de la production industrielle est jusqu'à présent demeurée limitée.

Enfin, et ce facteur n'est pas moins important, le risque existe que les prix des produits pétroliers soutiennent moins la reprise de l'économie mondiale qu'initialement attendu. Etant donné l'inquiétude suscitée par une éventuelle perturbation de la production, consécutive aux tensions au Moyen-Orient, le marché pétrolier est récemment devenu plus volatil. Des prix pétroliers plus élevés que prévu initialement ne sont nullement à exclure, alors que l'activité économique tend à se renforcer.

1.4 PROJECTIONS DE L'EUROSYSTEME POUR LA ZONE EURO

La BCE vient de publier les projections économiques pour la zone euro. Ces projections,

établies conjointement par les experts de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro, constituent un élément pris en compte par le Conseil des gouverneurs pour son évaluation des perspectives d'évolution des prix et des risques pour la stabilité des prix dans le cadre du second pilier de la stratégie de la politique monétaire de la BCE. Pour faciliter les délibérations du Conseil, les taux d'intérêt à court terme sont fixés sur l'horizon des projections au niveau observé au moment de leur établissement, de manière à faire apparaître les conséquences éventuelles du maintien des taux d'intervention de la politique monétaire. De ce fait, ces projections diffèrent des prévisions des institutions internationales, qui prennent en compte une réaction de la politique monétaire.

En outre, les projections se fondent sur un ensemble d'hypothèses, relatives notamment aux taux d'intérêt à long terme, aux cours de change, et à l'environnement international. Les taux d'intérêt à long terme en euro retenus résultent des anticipations du marché; ils se situaient à 5,3 p.c. au moment de l'établissement des projections, et se maintiendraient à ce niveau jusqu'à la fin de 2002. Les cours de change bilatéraux de l'euro sont maintenus constants à leur valeur de début mai, à savoir pour la monnaie américaine, 0,91 dollar pour un euro. Conformément à l'évolution des prix implicites reflétée dans les contrats à terme, les cours mondiaux du pétrole devraient légèrement reculer pendant le reste de l'année, après la hausse observée en mars et avril. En moyenne sur l'année, le baril de Brent serait coté à 24,6 dollars, c'est-à-dire quasiment le même niveau qu'en 2001. Enfin, l'appréciation portée sur l'environnement international dans le cadre des projections de l'Eurosysteme est sensiblement la même que celle des autres organismes internationaux. Ainsi, la croissance de la demande extérieure de la zone euro se redresserait dès le début de 2002; en moyenne annuelle, elle ne progresserait toutefois que de 2,5 p.c. environ.

TABLEAU 2 – PROJECTIONS DE L'EUROSYSTEME*(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)*

	Zone euro		p.m.: Belgique	
	2001	2002	2001	2002
Inflation (IPCH)	2,5	2,1 - 2,5	2,4	1,7
PIB en volume	1,5	0,9 - 1,5	1,0	1,0
dont:				
Consommation privée	1,8	1,0 - 1,4	1,6	1,0
Consommation publique	2,2	1,0 - 1,9	2,3	1,6
Formation brute de capital fixe	-0,3	-1,2 - 1,0	0,1	0,6
Exportations	2,7	0,0 - 2,9	-0,8	-2,0
Importations	0,9	-1,1 - 2,3	-1,5	-1,2

Sources: BCE, BNB.

Après un ralentissement marqué tant de la demande intérieure que des marchés extérieurs jusqu'à la fin de 2001, la croissance économique dans la zone euro devrait reprendre dès le premier trimestre de 2002 et se renforcer par la suite. Appuyée sur le raffermissement de l'environnement international, et partant des exportations, cette reprise se manifesterait progressivement dans toutes les composantes de la demande intérieure, notamment en suscitant un regain des investissements des entreprises et de l'emploi dans la seconde partie de l'année. Au total, la projection fait état d'une croissance annuelle moyenne du PIB en volume de 0,9 à 1,5 p.c. en 2002, contre 1,5 p.c. en 2001.

L'inflation, mesurée sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'établirait entre 2,1 et 2,5 p.c. en moyenne annuelle, contre 2,5 p.c. en 2001. A la fois les résultats enregistrés au début de l'année et la hausse récente des cotations du pétrole contribuent à un niveau d'inflation en 2002 plus élevé que projeté précédemment. L'introduction des pièces et billets en euro n'aurait toutefois exercé qu'un effet limité sur l'inflation globale.

Les projections relatives à la zone euro, et celles pour la Belgique présentées dans les parties suivantes, doivent être considérées comme le résultat le plus probable étant donné les hypothèses sur lesquelles elles sont fondées. Toutefois, différents facteurs d'incertitude et de risque pèsent sur ces prévisions; ils portent tant sur les hypothèses de départ que sur la réaction de l'économie considérée.

Les indicateurs récents suggèrent que le ralentissement de l'activité en 2001 a été de courte durée et la reprise paraît désormais engagée aux Etats-Unis et dans la zone euro, de sorte que les incertitudes pour la croissance semblent moins importantes que précédemment. A court terme, les risques haussiers et baissiers semblent globalement s'équilibrer. A plus long terme, une correction désordonnée du déséquilibre de la balance courante aux Etats-Unis et une appréciation brutale de l'euro pèseraient sur l'activité. En matière d'inflation, les risques paraissent être à la hausse, du fait de l'incertitude quant aux cotations internationales du pétrole et, à plus longue échéance, en raison de l'évolution des salaires.

2. ACTIVITE, DEMANDE ET EMPLOI

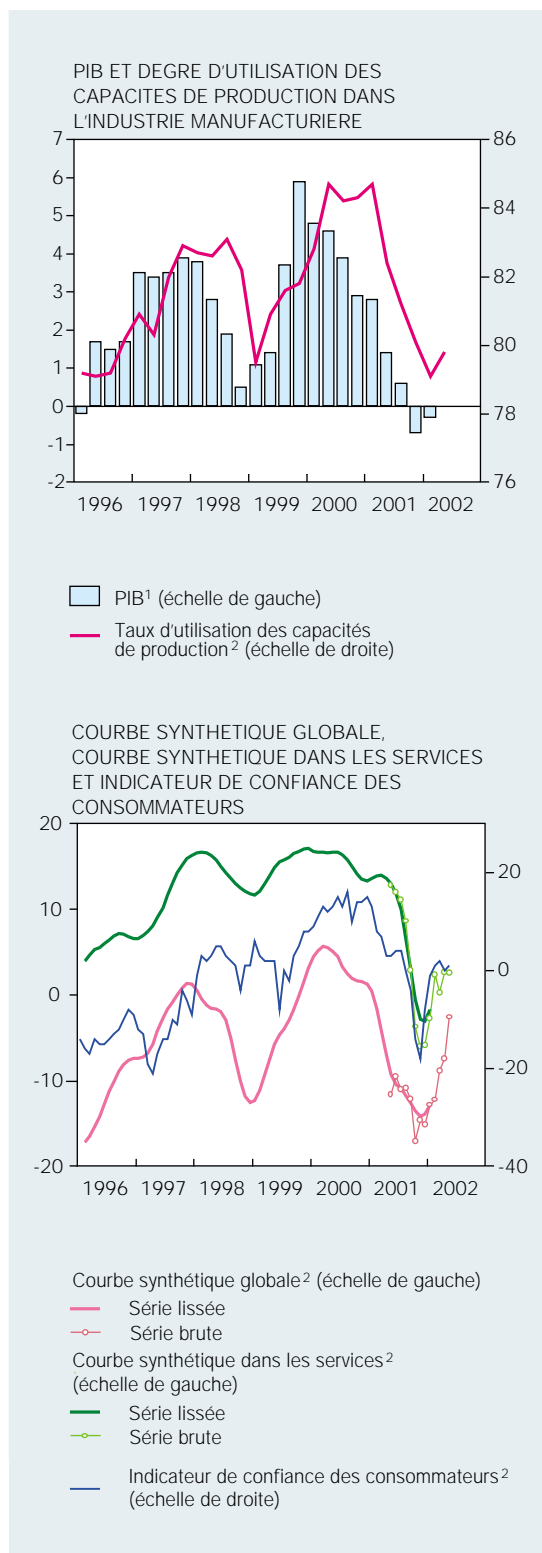
2.1 ACTIVITE

La Belgique a pleinement ressenti la dégradation du climat conjoncturel mondial et européen en 2001. Sur le plan intérieur, la demande a également été freinée par les hausses de prix, notamment des biens alimentaires. Dans ce contexte, les attentats du 11 septembre ont affecté profondément la confiance des agents économiques. Exprimé à un an d'écart, le taux de croissance du PIB corrigé des effets de calendrier – série qui traduit le mieux la dynamique intrinsèque de l'économie – est ainsi passé de 2,8 p.c. au premier trimestre de l'année à -0,7 p.c. au quatrième trimestre. Pour l'ensemble de l'année, il s'est élevé à 1 p.c.

Après le choc du 11 septembre, la confiance des entrepreneurs et des consommateurs s'est relevée rapidement. Les indicateurs conjoncturels ont retrouvé le niveau atteint avant les attentats dans le courant du premier trimestre de 2002. La courbe synthétique globale lissée, qui reflète les mouvements fondamentaux de la conjoncture dans l'industrie, le commerce et la construction, s'est redressée dès décembre 2001. Dans le secteur des services aux entreprises, le climat des affaires s'est également amélioré à ce moment, après s'être fortement assombri en 2001. Enfin, la confiance des consommateurs s'inscrit globalement en hausse depuis décembre 2001. L'évolution du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière donne également à penser que la reprise de l'économie belge s'est amorcée au début de l'année 2002. Après avoir atteint en janvier son plus bas niveau depuis avril 1996 (79,1 p.c.), le taux d'utilisation des capacités de production est remonté à 79,8 p.c. en avril 2002.

L'économie belge devrait tirer parti de l'amélioration de l'environnement économique international

GRAPHIQUE 4 – INDICATEURS DE CONJONCTURE RECENTS POUR LA BELGIQUE



Sources : ICN, BNB.

¹ Pourcentages de variations à prix constants par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier.

² Données corrigées des variations saisonnières.

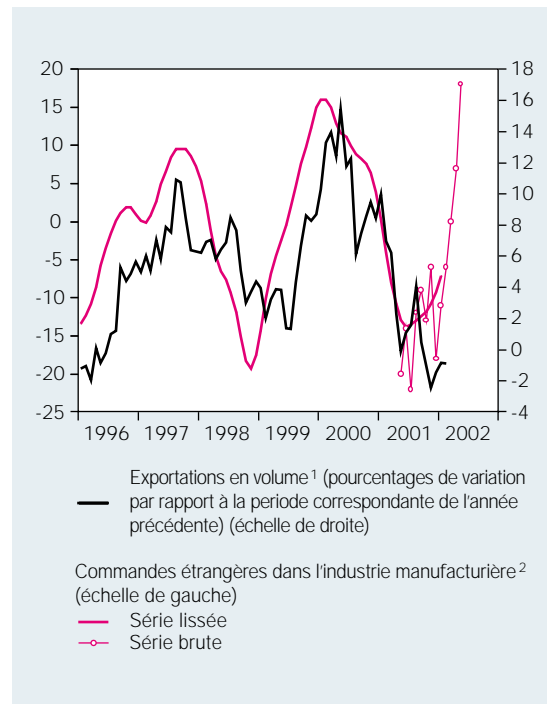
en 2002, et la reprise devrait s'affermir tout au long de l'année. Elle devrait d'abord s'appuyer sur la progression des exportations. Après une forte baisse en 2001, les stocks devraient se stabiliser et également contribuer de manière non négligeable à la croissance du PIB. Par la suite, le redémarrage de la demande tant intérieure qu'extérieure devrait entraîner celui des investissements, renforçant ainsi le mouvement général de reprise. Celle-ci ne devrait toutefois déboucher que sur un chiffre de croissance modeste en moyenne annuelle. L'accroissement moyen mesuré sur une année ne dépend en effet pas seulement de l'évolution de l'activité durant l'année considérée, mais également de celle de l'année précédente. Etant donné le niveau très bas atteint au quatrième trimestre de 2001, la croissance moyenne en 2002 serait du même ordre de grandeur que l'année précédente, soit 1 p.c., ou 1,1 p.c. hors l'effet comptable du changement de secteur des entreprises publiques de radiotélévision.

2.2 EVOLUTIONS ATTENDUES DES PRINCIPALES CATEGORIES DE DEPENSES

Parallèlement à l'évolution prévue du commerce international, les débouchés extérieurs de la Belgique, qui se seraient contractés de 4,5 p.c. sur une base annuelle au dernier trimestre de 2001, renoueraient graduellement avec la croissance en 2002. Celle-ci atteindrait un taux supérieur à 5 p.c. au quatrième trimestre. En dépit de ce rétablissement dans le courant de l'année, la progression moyenne des marchés à l'exportation de la Belgique ne s'élèverait globalement qu'à 1,3 p.c. en 2002, contre 0,9 p.c. en 2001.

Le redressement attendu de l'activité économique à l'étranger est corroboré par l'amélioration des commandes étrangères dans l'industrie manufacturière qui ressort des enquêtes mensuelles de conjoncture de la Banque. Cet indicateur affiche déjà une hausse depuis juillet

GRAPHIQUE 5 – VOLUME DES EXPORTATIONS DE BIENS ET EVOLUTION DES COMMANDES ETRANGERES DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE



Sources : ICN, BNB.

¹ Moyenne mobile sur trois mois.

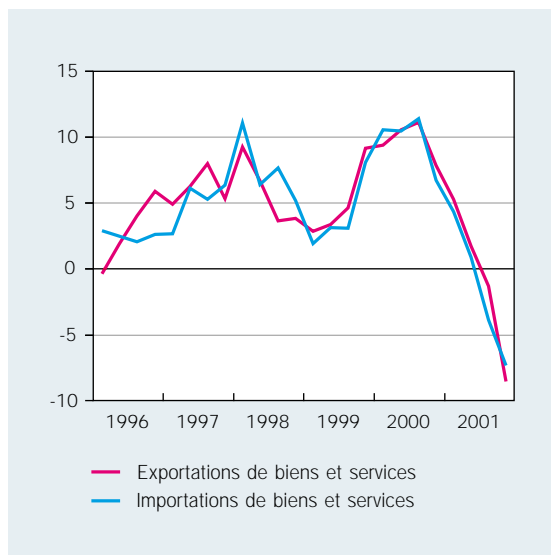
² Séries corrigées des variations saisonnières.

2001. En outre, les statistiques du commerce extérieur font apparaître, depuis le mois de décembre de l'année passée, un rétablissement de la moyenne mobile sur trois mois du volume des exportations. Toutefois, ce mouvement n'augure pas nécessairement du début d'une relance durable, dans la mesure où cette série se caractérise par une évolution volatile.

Après s'être inscrites en recul tout au long de l'année précédente, les exportations en volume de biens et services devraient se redresser dans le courant de l'année sous revue, parallèlement au raffermissement de la demande extérieure. Toutefois, l'évolution enregistrée en 2001, et particulièrement la forte baisse observée au quatrième trimestre, pèseront sur le taux de variation annuel moyen de 2002, de sorte que les exportations diminueraient de 2 p.c., à comparer à une baisse de 0,8 p.c. en 2001.

GRAPHIQUE 6 – EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES

(pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente – séries corrigées des effets de calendrier)



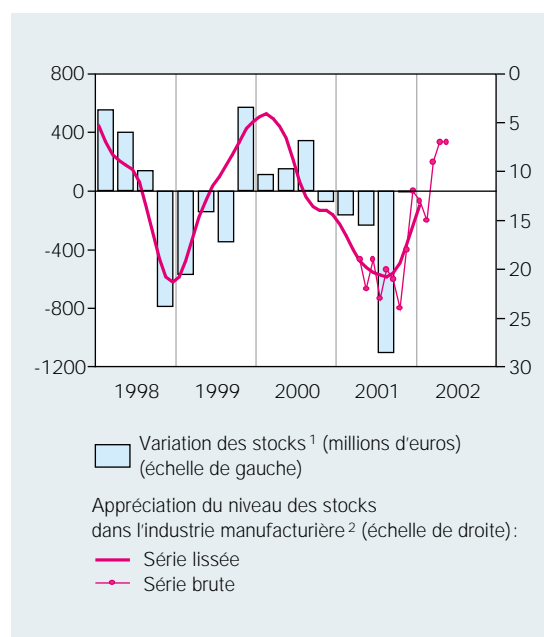
Source: ICN.

Le volume des importations devrait, quant à lui, baisser de 1,2 p.c. en 2002, soit un recul moindre que celui des exportations. En effet, les dépenses intérieures continueront d'apporter un soutien à la demande de biens importés, même s'il est plus faible qu'au cours de la période de 1996 à 2000. De plus, l'incidence de l'acquis de croissance est moins négative pour les importations que pour les exportations. De ce fait, les exportations nettes de biens et de services pèseraient à concurrence de 0,7 point sur la croissance du PIB, après y avoir contribué à hauteur de 0,5 point en 2001.

A l'inverse, la croissance économique devrait bénéficier d'une évolution avantageuse des stocks en 2002. Les entreprises avaient sensiblement réduit ceux-ci au cours des trois premiers trimestres de l'année 2001, afin d'en ajuster le niveau eu égard au ralentissement de la demande. Ce phénomène s'est interrompu au dernier trimestre de 2001. Il ressort d'ailleurs de l'enquête de conjoncture menée auprès des

entreprises de l'industrie manufacturière que le niveau des stocks est jugé approprié depuis le début de 2002. Cette appréciation laisse entrevoir que le mouvement de déstockage enregistré l'année dernière ne devrait pas se poursuivre, et qu'au contraire un processus de reconstitution des stocks pourrait se manifester. La contribution de la variation des stocks à la croissance deviendrait ainsi positive en 2002, se chiffrant à 0,8 p.c., contre -0,9 p.c. l'année précédente.

Les investissements des entreprises resteraient encore relativement atones en 2002. Ils n'augmenteraient, à prix constants, que de 0,2 p.c., soit une hausse inférieure à celle, de 1,4 p.c., enregistrée l'année précédente. Celle-ci découlait en partie d'opérations exceptionnelles de rachat de bâtiments publics par des entreprises du secteur privé, la hausse revenant à 0,7 p.c. si l'on exclut ces opérations. De nouvelles opérations de ce type étant programmées en 2002 pour un montant équivalent à celui

GRAPHIQUE 7 – EVOLUTION DES STOCKS A PRIX CONSTANTS

Sources: ICN, BNB.

¹ Série corrigée des variations saisonnières et des effets de calendrier.

² Question de l'enquête mensuelle de conjoncture: une valeur élevée indique qu'une proportion importante d'entreprises interrogées rapporte que le niveau des stocks est supérieur à la normale. Séries corrigées des variations saisonnières.

TABLEAU 3 – PIB ET PRINCIPALES CATEGORIES DE DEPENSES AUX PRIX DE 1995*(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e	p.m. 2002 e ²
Exportations nettes de biens et services ¹	0,9	-0,8	0,9	0,5	0,5	-0,7	-0,7
Exportations de biens et services	6,1	5,8	5,0	9,7	-0,8	-2,0	-2,0
Importations de biens et services	5,1	7,5	4,1	9,7	-1,5	-1,2	-1,2
Variation des stocks ¹	0,1	0,3	-0,4	0,5	-0,9	0,8	0,8
Dépenses intérieures hors variation des stocks ..	2,6	2,9	2,6	3,3	1,5	1,2	1,0
Formation brute de capital fixe des entreprises	6,0	6,3	1,0	3,3	1,4	0,2	0,2
<i>p.m. hors achats de bâtiments publics</i>					(0,7)	(0,2)	(0,2)
Dépenses de consommation finale des particuliers	2,0	2,9	2,1	3,8	1,6	1,4	1,0
Logements	10,5	0,0	5,7	0,9	1,8	0,5	0,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	0,3	1,5	3,2	2,5	2,3	0,9	1,6
Formation brute de capital fixe des administrations publiques	3,1	0,3	16,0	1,5	-14,1	5,4	5,4
<i>p.m. hors ventes de bâtiments publics</i>					(-8,5)	(4,9)	(4,9)
PIB	3,6	2,2	3,0	4,0	1,0	1,1	1,0

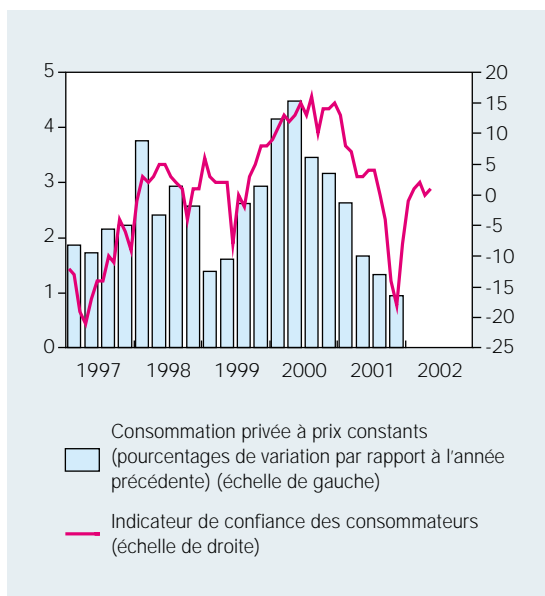
Sources: ICN, BNB.

¹ Contribution à la croissance du PIB.² Y compris les effets purement comptables liés au changement de secteur des entreprises publiques de radiotélévision.

de 2001, le faible taux de croissance des investissements attendu pour cette année n'est pas influencé par ces opérations. Il reflète la prudence dont les entreprises continueraient à faire preuve dans leurs projets d'investissements face à l'évolution défavorable, pour la deuxième année consécutive, de la demande finale totale et à l'incertitude qui subsiste quant à l'ampleur de la reprise économique. De plus, la rentabilité des entreprises, qui avait déjà souffert du ralentissement conjoncturel en 2001, ne devrait pas s'améliorer cette année. Les possibilités de financement interne s'en trouveraient restreintes, tandis que les conditions de financement externe, par le recours au crédit bancaire, se sont également détériorées en raison de la hausse des taux des crédits d'investissement enregistrée au cours des derniers mois. La progression du coût du capital est cependant demeurée inférieure à celle du travail en 2001, et le resterait pendant l'année sous revue.

L'indicateur de confiance des consommateurs s'est fortement redressé à la fin de l'année 2001 et au début de l'année sous revue pour ensuite se stabiliser à un niveau assez proche de celui enregistré au milieu de l'année précédente. Il s'agit d'un signe encourageant qui laisse présager un redressement de la consommation des ménages en 2002. La croissance annuelle moyenne de la consommation privée reviendrait à 1,4 p.c., contre 1,6 p.c. en 2001, malgré une faible accélération du pouvoir d'achat.

Exprimé en termes nominaux, le revenu disponible des particuliers progresserait de 3,8 p.c., contre 3,9 p.c. en 2001. Le revenu primaire augmenterait moins rapidement en 2002 qu'en 2001, principalement à la suite du ralentissement des créations d'emplois. La hausse des transferts nets versés par les particuliers diminuerait plus fortement encore, essentiellement en raison de diverses mesures d'allégement fiscal.

GRAPHIQUE 8 – CONSOMMATION PRIVEE ET CONFIANCE DES CONSOMMATEURS

Sources: ICN, BNB.

Au total, le taux d'épargne des ménages, après s'être stabilisé en 2001, augmenterait de 0,4 point cette année, pour s'établir à 15,3 p.c.

Les évolutions de ces deux dernières années font suite à une diminution de 6,3 points du taux d'épargne entre 1993 et 2000. Au cours de cette période, les particuliers auraient anticipé dans leur comportement de consommation une progression de leurs revenus futurs plus dynamique que celle du revenu disponible courant, en raison notamment de l'amélioration structurelle des finances publiques. Lorsque celle-ci donne effectivement lieu à une baisse de la pression fiscale, comme en 2002, l'accroissement additionnel du revenu disponible se traduit au moins en partie par une hausse de l'épargne, plutôt que par un surcroît de consommation.

Les investissements en logements des particuliers n'augmenteraient que faiblement cette année, à savoir de 0,5 p.c. Parallèlement à la détérioration du climat conjoncturel général, l'indicateur du volume des projets résidentiels définitifs passés auprès des architectes s'est en effet inscrit à la baisse au cours de l'année dernière, ce qui, compte tenu des délais inhérents aux mises en chantier effectives, estimés à trois trimestres, devrait peser sur l'évolution

TABEAU 4 – REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS A PRIX COURANTS

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e	p.m. 2002 e ³
Revenu primaire brut	3,4	3,6	3,6	5,1	4,0	3,3	3,3
dont :							
Salaires et traitements	4,0	3,5	4,9	5,4	4,9	4,3	4,3
Emploi	1,0	1,7	1,9	2,0	1,5	0,4	0,4
Salaire par personne	2,9	1,8	3,1	3,2	3,4	3,8	3,8
Transferts courants versés ¹	6,7	5,6	4,1	7,6	4,6	1,2	3,0
Revenu disponible brut	2,7	3,1	3,4	4,6	3,9	3,8	3,4
p.m. à prix constants ²	0,8	1,9	2,4	2,3	1,6	1,8	1,4
Consommation finale des particuliers	3,9	4,2	3,2	6,1	3,9	3,4	3,0
p.m. à prix constants	2,0	2,9	2,1	3,8	1,6	1,4	1,0
Taux d'épargne	17,0	16,0	16,2	14,9	14,9	15,3	15,3

Sources: ICN, BNB.

¹ Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts versés à d'autres secteurs et des transferts reçus d'autres secteurs, à l'exclusion des transferts en nature.

² Données déflatées par le déflateur de la consommation finale des particuliers.

³ Y compris les effets purement comptables liés au changement de secteur des entreprises publiques de radiotélévision.

des dépenses en logements au cours de l'année 2002.

La consommation finale des administrations publiques croîtrait, quant à elle, de 0,9 p.c. cette année, contre 2,3 p.c. l'année dernière, le ralentissement résultant notamment d'une nette décélération de la progression des soins de santé. En revanche, les investissements publics augmenteraient cette année de 4,9 p.c., après s'être assez fortement contractés en 2001.

Au total, la croissance du PIB dépasserait légèrement 1 p.c. en 2002, un résultat comparable à celui de 2001, en dépit du raffermissement attendu de l'activité tout au long de l'année. L'évolution annuelle du PIB en 2002 pâtira en effet d'un effet de niveau particulièrement défavorable, imputable au profil trimestriel de l'année précédente.

2.3 EMPLOI

Les évolutions de l'activité se répercutent généralement avec quelques mois de retard sur le marché du travail. Aussi, la dégradation notable du climat conjoncturel au cours de l'année dernière a continué d'influer sur les développements de l'emploi au début de 2002. Amorcé en 2001, le ralentissement de la croissance des effectifs se poursuivrait jusqu'au troisième trimestre de 2002 qui, du point de vue de l'emploi, marquerait le point de retournement du cycle. A partir de l'automne, en effet, le rythme de progression des effectifs occupés repartirait à la hausse sur une base annuelle, bénéficiant de la reprise graduelle de l'activité économique. En moyenne, la croissance de l'emploi serait ainsi limitée à 0,3 p.c. en 2002, contre une progression de 1,2 p.c. l'année précédente. Exprimée en nombre de personnes, cette variation représenterait 13.000 créations nettes d'emplois, à comparer aux 46.000 enregistrées en 2001.

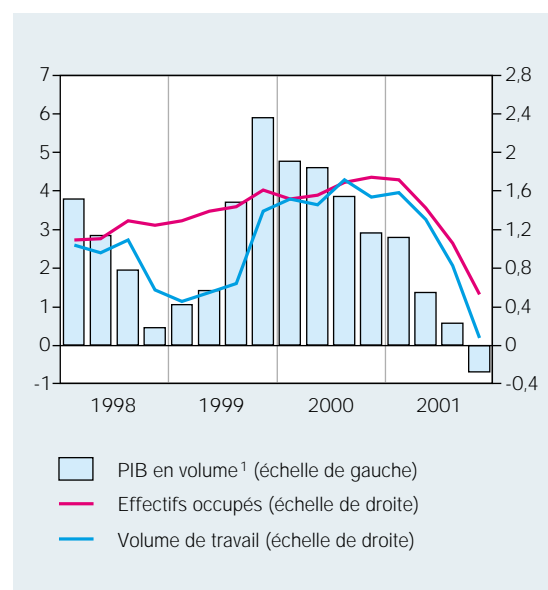
Si, en raison des coûts liés à l'embauche ou au licenciement, les entreprises n'ajustent que

progressivement leurs effectifs à l'évolution de l'activité, différentes options leur permettent d'adapter rapidement leur volume de travail, telles que les heures supplémentaires, le régime du temps partiel ou le travail intérimaire. Tout indique que les employeurs continueront à faire largement usage de ces formes de travail flexibles tout au long de l'année 2002. La durée moyenne du travail presté par personne occupée diminuerait globalement par rapport à 2001, permettant ainsi de concilier le volume de travail mis en œuvre à l'état de la conjoncture. Compte tenu de l'accroissement attendu des effectifs, le volume total des heures ouvrées augmenterait dès lors de 0,1 p.c. seulement en 2002.

Suggérée par l'orientation du climat des affaires, la reprise annoncée sur le marché du travail semble confirmée par les mouvements récents du travail intérimaire. Cette variable constitue en effet un indicateur précurseur de l'évolution future de l'emploi salarié du secteur privé. Cette relation peut être mise en évidence en isolant les

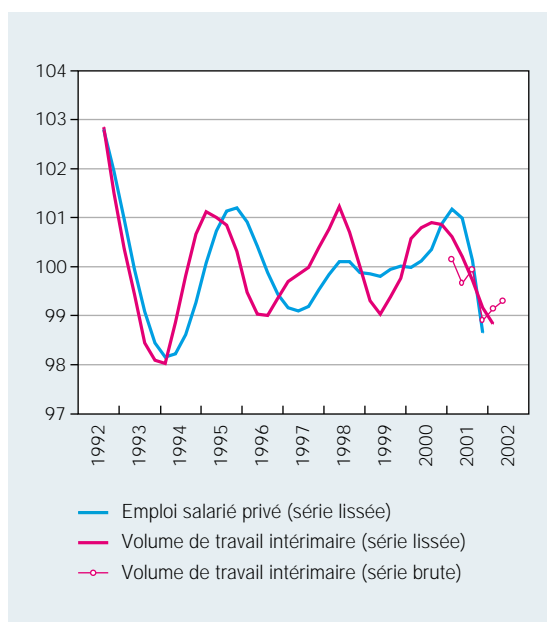
GRAPHIQUE 9 – EVOLUTION DE L'ACTIVITE ECONOMIQUE ET DE L'EMPLOI

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



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

¹ Séries corrigées des effets de calendrier.

GRAPHIQUE 10 – COMPOSANTES CYCLIQUES DU VOLUME DE TRAVAIL INTERIMAIRE ET DE L'EMPLOI SALARIE PRIVE¹(données trimestrielles², moyenne = 100)

Sources : ICN, Federgon.

¹ Les composantes cycliques des séries ont été identifiées en éliminant les effets saisonniers, au moyen du programme TramoSeats, et la composante tendancielle, par l'application du filtre d'Hodrick-Prescott. La composante cyclique de chaque série ainsi obtenue est normalisée pour que chacune possède la même moyenne et le même écart-type.

² Dans la série brute, la donnée du deuxième trimestre de 2002 est relative au mois d'avril.

composantes cycliques respectives du volume d'heures prestées par les travailleurs sous contrat d'intérim et du niveau des effectifs salariés occupés dans le secteur privé. La représentation graphique des deux séries ainsi obtenues révèle une grande similitude entre leurs profils. De plus, il apparaît que les points de retournement du cycle de l'intérim devancent ceux de la composante cyclique de l'emploi, avec un délai de un à deux trimestres en moyenne. L'inflexion conjoncturelle qui paraît se dessiner dans l'intérim au premier trimestre de 2002 devrait se confirmer dans les mois suivants et précéder par conséquent un retournement probable de l'emploi au second semestre.

Le faible niveau des créations d'emplois ne suffira vraisemblablement pas à compenser la hausse de l'offre de travail prévue cette année. La population active, formée par les personnes occupées ou désireuses de travailler, devrait continuer de croître en 2002, enregistrant un apport net de quelque 32.000 individus. Cette nouvelle progression serait liée de près à la régularisation d'un grand nombre de « sans-papiers » qui rejoignent dès lors les forces de travail. Etant

TABLEAU 5 – EMPLOI ET CHOMAGE

(pourcentages de variation annuelle moyenne, sauf mention contraire)

	1998	1999	2000	2001	2002	<i>p.m.</i> 2002 ⁴
Emploi						
Effectifs occupés	1,2	1,4	1,6	1,2	0,3	0,3
dont salariés du secteur privé	1,8	2,0	2,1	1,7	0,3	0,1
Volume de travail	0,9	0,7	1,6	1,0	0,1	0,1
dont salariés du secteur privé	1,6	1,2	2,2	1,5	0,1	-0,2
Chômage						
Demandeurs d'emploi inoccupés ^{1,2}	-29	-33	-33	-2	19	19
Taux de chômage harmonisé ³	9,3	8,6	6,9	6,6	6,8	6,8

Sources : CE, ICN, INS, MET, ONEm, BNB.

¹ Chômeurs complets indemnisés, demandeurs d'emploi et demandeurs d'emploi inoccupés inscrits obligatoirement ou volontairement, variations annuelles en milliers de personnes.

² Afin d'éviter une rupture de série, il n'a pas été tenu compte des modifications apportées récemment par le FOREM et par l'ORBEM à leurs méthodes respectives de comptabilisation des demandeurs d'emploi, en vue de s'aligner sur la méthodologie suivie par le VDAB.

³ Chômage en pourcentage de la population active, données d'enquêtes harmonisées.

⁴ Y compris les effets purement comptables liés au changement de secteur des entreprises publiques de radiotélévision.

donné le nombre structurellement élevé de postes vacants, l'inadéquation des qualifications des demandeurs d'emploi par rapport aux profils recherchés par les entreprises demeurerait une source importante de chômage. Cependant, les conditions conjoncturelles défavorables à l'emploi se manifesteraient également dans l'évolution du nombre de sans-emploi. Poursuivant son ascension entamée au quatrième trimestre de 2001, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés, qui constituent l'offre de travail non rencontrée par la demande de main-d'œuvre des entreprises, augmenterait de 19.000 unités en 2002. Il convient en outre d'indiquer qu'à partir de la mi-2002, les nouveaux chômeurs âgés de 50 à 55 ans ne pourront plus bénéficier de la dispense d'inscription comme demandeur d'emploi. Ceux que l'on appelle les « chômeurs âgés » devraient donc, contraints de rechercher du travail pour prétendre à une allocation, rejoindre progressivement les statistiques officielles du chômage et, de ce fait, de la population active. Le taux de chômage harmonisé – déterminé à partir de données d'enquêtes – s'établirait à 6,8 p.c. de la population active en 2002, après avoir atteint l'année dernière son niveau le plus bas en 10 ans, soit 6,6 p.c.

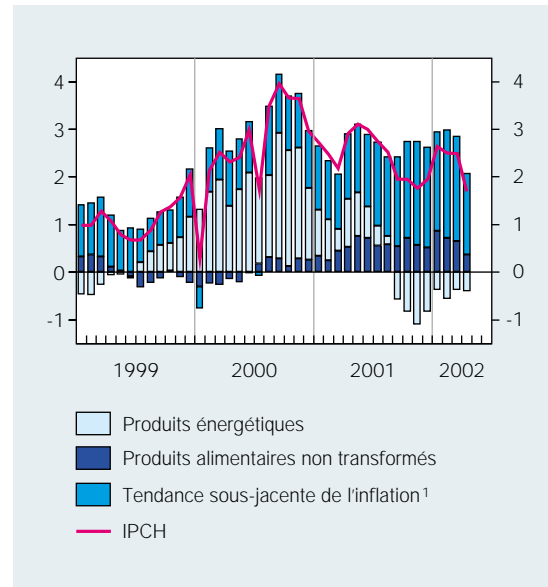
3. PRIX ET COUTS

3.1 PRIX

Mesurée au moyen de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), l'inflation était passée d'environ 1 p.c. au début de 1999 à près de 4 p.c. à l'automne 2000, principalement en raison du renchérissement des prix du pétrole, dont l'effet avait encore été renforcé par la dépréciation de l'euro. Bien que l'inflation ait diminué par la suite, un nouveau sommet a été atteint en mai 2001. Celui-ci s'explique non seulement par l'évolution des prix des produits énergétiques, mais aussi par celle des produits alimentaires non transformés. Les prix des fruits

GRAPHIQUE 11 – CONTRIBUTIONS DES COMPOSANTES A L'INFLATION TOTALE

(points de pourcentage)



Sources : CE, BNB.

¹ IPCH à l'exclusion des prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

et légumes ont subi le contrecoup des conditions météorologiques défavorables, tandis que ceux de la viande ont été, dans une large mesure, poussés à la hausse par les maladies du cheptel. Au cours du second semestre de 2001, l'inflation a fortement régressé, parallèlement à l'évolution des prix des produits énergétiques.

Elle a de nouveau augmenté fortement en janvier 2002 pour passer à 2,6 p.c., une fois de plus en grande partie à la suite de hausses des prix liées aux conditions climatiques, notamment en ce qui concerne les légumes. On s'attend toutefois à ce que la hausse de l'inflation au premier trimestre de 2002 soit temporaire. L'important recul enregistré entre mars et avril, de 2,5 p.c. à 1,7 p.c., renforce cette hypothèse.

Un peu plus d'un tiers de la baisse observée en avril est attribuable à la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles, qui est enregistrée dans les services tant dans

TABLEAU 6 – IPCH BELGE

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

	Total							p.m. Indice- santé ³
		Produits énergétiques	Produits alimentaires non trans- formés ¹	Tendance sous-jacente de l'inflation ²	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
1996	1,8	5,7	0,7	1,4	0,8	0,6	2,5	1,7
1997	1,5	3,1	2,7	1,1	2,3	0,1	1,7	1,3
1998	0,9	-3,6	2,2	1,4	1,4	0,7	2,1	1,3
1999	1,1	2,0	0,0	1,1	0,6	0,8	1,8	0,9
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	2,7
2002 e	1,7	-2,5	3,3	2,0	n.	n.	n.	1,9
2002								
Janvier	2,6	-3,3	10,4	2,6	2,4	2,1	3,1	3,2
Février	2,5	-5,1	8,7	2,8	2,1	2,2	3,7	3,0
Mars	2,5	-3,5	7,9	2,7	1,8	2,1	3,7	3,0
Avril	1,7	-3,6	4,2	2,2	1,5	2,1	2,6	2,0
Quatre premiers mois	2,3	-3,9	7,7	2,6	1,9	2,1	3,3	2,8

Sources: CE, MAE, BNB.

¹ Fruits, légumes, viande et poisson.² IPCH à l'exclusion des prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.³ Indice des prix à la consommation national, à l'exclusion des prix des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

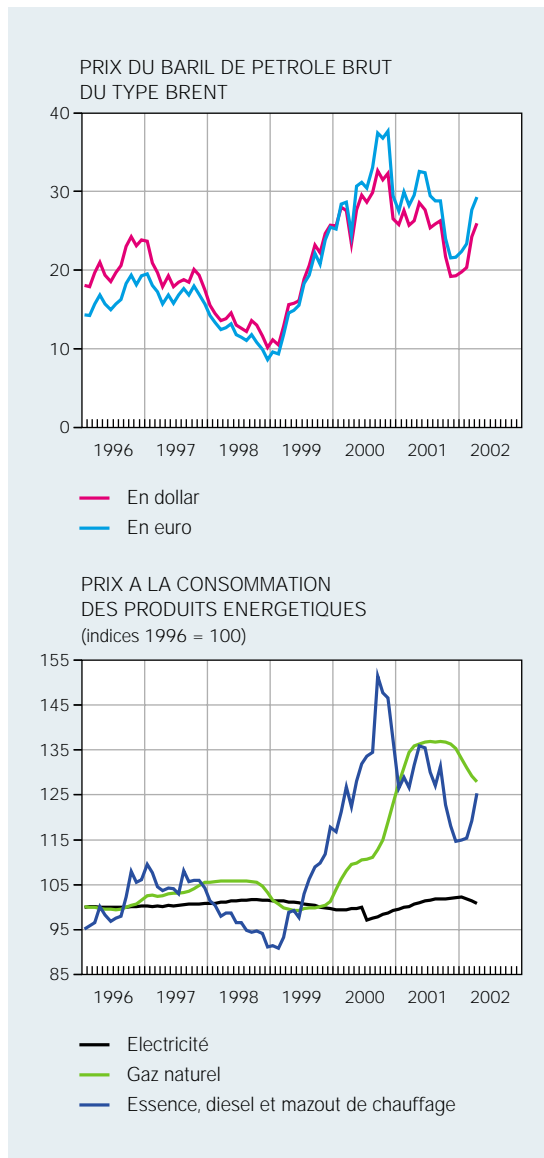
l'IPCH que dans l'IPC national et l'indice-santé qui en est dérivé. La suppression a été imputée pour moitié en avril, tandis que l'autre moitié sera enregistrée en octobre. Ce sont en effet les mois au cours desquels la redevance radio-télévision était payée. Ainsi, l'IPCH a subi un effet de baisse d'environ 0,3 point de pourcentage en avril et en subira un autre, d'ampleur identique, en octobre. Ceci entraînera, toutes autres choses restant égales, une nouvelle baisse de l'inflation au cours du dernier trimestre de 2002.

En outre, le rythme de hausse des prix des produits alimentaires non transformés a fortement ralenti en avril. Ceci est dû, d'une part, au retour à un niveau plus normal des prix des légumes, après la hausse exceptionnelle de janvier et, d'autre part,

à de forts effets de base par lesquels les hausses élevées de prix qui ont été enregistrées en 2001 disparaissent progressivement des taux d'inflation de 2002. C'est principalement en raison de ce dernier facteur qu'un nouveau ralentissement peut être prévu dans le courant de l'année.

Au début de 2002, les produits énergétiques n'ont plus concouru au ralentissement de l'inflation, même si, en avril, leurs prix étaient toujours inférieurs de plus de 3 p.c. au niveau atteint un an plus tôt. Par rapport à février 2002, les prix de l'essence, du diesel et du mazout de chauffage ont même augmenté assez fortement, dans la mesure où le cours du baril de pétrole brut du type Brent est passé de quelque 20 dollars au cours des deux premiers mois de l'année à presque 26 dollars en avril. Depuis le début de

GRAPHIQUE 12 – PRIX A LA CONSOMMATION DES PRODUITS ENERGETIQUES¹ ET PRIX DU PETROLE BRUT



Sources : CE, BNB.

¹ Mesurés sur la base de l'IPCH.

l'année, les prix à la consommation du gaz et de l'électricité sont toutefois orientés à la baisse. Dans le premier cas, cela résulte essentiellement de l'évolution antérieure du cours du pétrole brut, qui intervient avec un décalage dans la fixation du prix à la consommation du gaz. Le prix de l'électricité a, pour sa part, surtout subi les répercussions des baisses des tarifs à la consommation

décidées en décembre 2001 par le Comité de contrôle de l'électricité et du gaz. L'incidence de ces réductions tarifaires sur l'inflation totale représenterait environ 0,1 point de pourcentage en 2002. Malgré l'hypothèse retenue d'une légère baisse du prix du Brent, jusqu'à 25 dollars à la fin de l'année, la variation à un an d'écart de la composante énergétique de l'IPCH serait à nouveau positive à partir d'octobre, en raison d'effets de base. De manière générale, l'évolution future des prix des produits énergétiques est très incertaine, étant donné les tensions qui règnent sur le marché pétrolier.

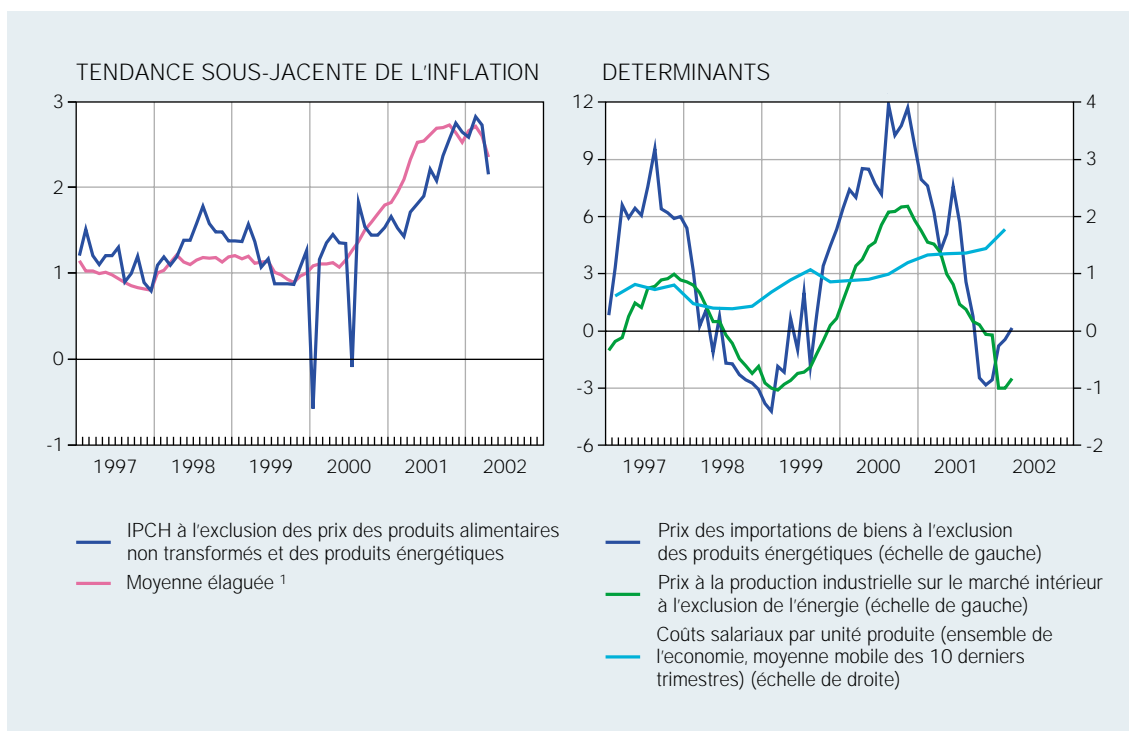
La tendance sous-jacente de l'inflation a été nettement orientée à la hausse en 2000 et 2001. Outre la pression sur les prix résultant de la conjoncture vigoureuse en 1999 et 2000, ainsi que de la dépréciation de l'euro, ce profil a reflété les effets indirects des augmentations de prix des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés. L'introduction de l'euro a peut-être eu également une influence à la hausse; celle-ci serait vraisemblablement restée limitée à quelque 0,2 point de pourcentage¹. Après avoir atteint 2,8 p.c. en février 2002, le rythme de hausse de l'IPCH à l'exclusion des prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques a considérablement reculé pour revenir à 2,2 p.c. en avril, ce qui constitue une baisse un peu plus importante que celle qui découle uniquement de la suppression de la redevance radiotélévision. La moyenne élargie, qui consiste à éliminer chaque mois, de façon flexible, les variations de prix extrêmes – y compris celle liée à la suppression de la redevance radiotélévision –, était précédemment déjà orientée légèrement à la baisse et a encore diminué en avril.

On peut considérer que la tendance sous-jacente de l'inflation restera orientée à la baisse pendant le reste de l'année, même en faisant

¹ Cf. l'article « Effets du passage à l'euro fiduciaire sur l'inflation » dans ce numéro de la Revue économique.

GRAPHIQUE 13 – TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

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



Sources : CE, ICN, BNB.

¹ Mesurée au moyen des composantes de l'IPC national, suivant le *JB-Monthly estimator*, commenté dans Aucremanne L. (2000), *The use of robust estimators as measures of core inflation*, National Bank of Belgium Working Papers – Research Series, N° 2 (March).

abstraction de l'effet additionnel de la suppression, en octobre, de la redevance radiotélévision.

Cette évolution attendue est liée à la disparition progressive des conséquences indirectes des chocs sur les prix qui se sont produits en 2000 et en 2001, au sensible repli, en 2001, du rythme de progression des prix à l'importation et à la production industrielle – qui influencent généralement les prix à la consommation avec un certain décalage – et à la situation conjoncturelle actuelle, qui ne devrait guère entraîner de pressions sur les prix. L'accélération, par rapport à la période antérieure à 1999, des coûts salariaux par unité produite, qui d'ailleurs, par le jeu de l'indexation, résulte en partie de la hausse de l'inflation en 2000 et en 2001, limite toutefois le potentiel de recul de celle-ci. C'est certainement

le cas pour les services, qui sont la composante de l'inflation dans laquelle l'influence des coûts salariaux est la plus importante. Le repli attendu serait dès lors le plus sensible pour les biens industriels non énergétiques et les produits alimentaires transformés. Pour cette dernière catégorie de produits, l'inflation avait déjà fortement reculé au début de 2002, un repli qui s'explique vraisemblablement partiellement par la disparition des effets indirects sur les prix découlant de la crise dans le secteur alimentaire.

Sur une base annuelle, l'inflation reviendrait de 2,4 p.c. en 2001 à 1,7 p.c. en 2002. La hausse de l'indice-santé s'établirait à 1,9 p.c., contre 2,7 p.c. l'année précédente. Comme en 2001, mais à l'inverse de ce qui a été observé en 1999 et en 2000, elle serait ainsi légèrement supérieure à l'inflation totale. Ces différences

– tant à la hausse qu'à la baisse – s'expliquent principalement par l'évolution divergente des prix des produits énergétiques qui ne sont pas inclus dans l'indice-santé, à savoir l'essence et le diesel.

3.2 COUTS SALARIAUX

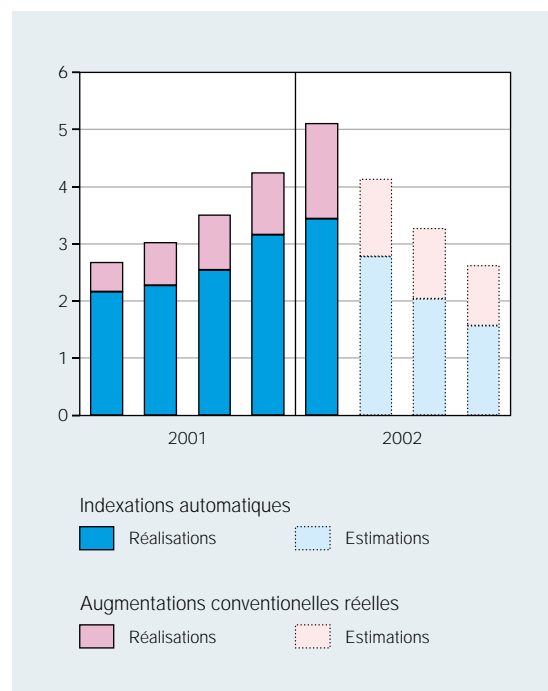
En 2002, à l'instar de l'année précédente, l'évolution des coûts salariaux des entreprises est en grande partie déterminée par les accords salariaux conclus au cours de la première moitié de 2001 et par la liaison automatique des salaires à l'indice-santé, dont le total constitue les augmentations salariales conventionnelles. Ces accords salariaux ont été négociés au sein des commissions paritaires, dans le cadre de l'accord interprofessionnel de décembre 2000, en prenant en considération les indexations et le glissement des salaires prévus à cette époque. Les partenaires sociaux s'étaient engagés à tenir compte de la marge de manœuvre disponible pour une hausse des coûts salariaux horaires, telle que calculée par le Conseil central de l'économie. Celle-ci atteignait au total 6,4 p.c. pour la période 2001-2002. L'accord interprofessionnel autorisait toutefois les secteurs qui avaient dégagé des résultats exceptionnels à accorder des augmentations salariales supplémentaires, à condition que celles-ci soient pour l'essentiel non récurrentes et que la croissance totale des coûts salariaux horaires dans ces secteurs ne dépasse pas 7 p.c. sur la période 2001-2002.

L'effet sur les coûts salariaux horaires des augmentations réelles conclues dans le cadre des différentes conventions collectives serait de 1,3 p.c. cette année, contre 0,8 p.c. l'année précédente. Cet écart s'explique par le fait que, dans de nombreuses commissions paritaires, les négociations n'ont été conclues que vers la fin du premier semestre de 2001 et que la plupart des augmentations accordées ont pris cours au début de 2002.

Les indexations automatiques des salaires auraient, en 2002, une incidence de 2,5 p.c. sur les coûts salariaux horaires, soit un pourcentage égal à celui de l'année précédente. En raison de l'évolution de l'indice-santé, d'une part, et des délais inclus dans les divers mécanismes d'indexation, d'autre part, des indexations importantes ont été enregistrées au cours du dernier trimestre de 2001 et du premier trimestre de 2002; elles devraient s'atténuer quelque peu vers la fin de cette année. Etant donné que tant les hausses salariales réelles décidées dans les conventions collectives que les indexations ont été plus vives au cours du premier trimestre de 2002, les augmentations conventionnelles totales ont atteint pendant cette période un maximum de plus de 5 p.c. par rapport au premier trimestre de 2001.

GRAPHIQUE 14 – SALAIRES CONVENTIONNELS¹

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



Sources: MET, BNB.

¹ Hausses salariales conventionnelles réelles accordées par les commissions paritaires et indexations automatiques octroyées aux ouvriers et aux employés dans les entreprises.

TABEAU 7 – COÛTS SALARIAUX DANS LES ENTREPRISES¹*(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Coûts salariaux par heure prestée	2,6	2,1	4,2	3,4	3,5	3,9
Augmentations résultant des :						
Indexations automatiques	1,5	1,2	1,1	1,5	2,5	2,5
Hausses salariales conventionnelles réelles .	0,2	0,7	0,5	1,3	0,8	1,3
Cotisations à charge des employeurs versées aux administrations publiques ²	-0,1	0,2	-0,6	-0,6	-0,4	-0,1
Autres facteurs ³	0,9	0,0	3,0	1,2	0,5	0,3
<i>Variation de la durée de travail par équivalent temps plein²</i>	<i>0,6</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,1</i>
Coûts salariaux par équivalent temps plein ...	3,2	2,3	4,1	3,9	3,0	3,9
<i>Variation du travail à temps partiel²</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>
Coûts salariaux par personne occupée	3,0	1,9	3,4	3,5	3,1	3,8
<i>Productivité par personne occupée</i>	<i>3,6</i>	<i>1,3</i>	<i>2,0</i>	<i>3,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,9</i>
Coûts salariaux par unité produite	-0,7	0,6	1,3	0,4	3,5	2,9

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

¹ Entreprises privées et publiques.² Contribution à l'augmentation des coûts salariaux.³ Comprend les augmentations salariales octroyées par les entreprises au-delà des conventions collectives interprofessionnelles et sectorielles, les cotisations payées par les employeurs abstraction faite des cotisations sociales versées aux pouvoirs publics, le glissement des salaires résultant de changements dans la structure de l'emploi et les erreurs et omissions.

L'abaissement des cotisations patronales de sécurité sociale versées aux pouvoirs publics réduirait encore la croissance des coûts salariaux de 0,1 point de pourcentage cette année, contre 0,4 point l'année précédente. En effet, les réductions structurelles de charges, qui ont été introduites en 1999 en remplacement des aides Maribel et de la mesure en faveur des bas salaires et qui couvrent en outre un champ d'application plus étendu, s'étaient déjà presque entièrement répercutées sur la croissance des coûts salariaux l'an dernier. Par ailleurs, le glissement des salaires resterait relativement limité en 2002, de l'ordre de 0,3 p.c. au lieu de 0,5 p.c. en 2001. D'une part, le ralentissement de la croissance économique et ses conséquences sur le marché du travail inciteraient moins les entreprises à accorder des hausses salariales ou des primes au-delà des accords sectoriels. D'autre part, certaines mesures, comme la convention de premier emploi, contribuent à la création d'emplois dont la rémunération est inférieure à la

moyenne, ce qui freine la croissance générale des coûts salariaux.

Dans l'ensemble, les coûts salariaux par heure prestée dans les entreprises augmenteraient de 3,9 p.c. cette année, contre 3,5 p.c. l'année précédente. Sur l'ensemble de la période 2001-2002, la croissance des coûts salariaux serait de 7,5 p.c., soit plus que la marge estimée préalablement par le Conseil central de l'économie.

La durée moyenne de travail d'un salarié à temps plein, qui est très difficile à estimer vu le peu de données statistiques disponibles, diminuerait de 0,1 p.c. cette année, à la suite notamment d'un recours accru au régime du chômage temporaire. Les entreprises semblent recourir davantage à ce système en cette période de croissance économique relativement faible. De ce fait, les coûts salariaux par équivalent temps plein augmenteraient de 3,9 p.c., contre 3 p.c. en 2001. La progression du travail à temps

partiel semblant quelque peu stagner, les coûts salariaux par personne occupée progresseraient presque aussi rapidement que ceux par équivalent temps plein, soit de 3,8 p.c. contre 3,1 p.c. l'année précédente.

La réduction du temps de travail par équivalent temps plein et, surtout, la croissance économique relativement faible pèsent sur la valeur ajoutée en volume par personne occupée dans les entreprises. Ainsi exprimée, la productivité du travail ne croîtrait que de 0,9 p.c. en 2002, après avoir même diminué de 0,3 p.c. en 2001. De ce fait, les coûts salariaux par unité produite augmenteraient de 2,9 p.c., après la forte progression de 3,5 p.c. déjà enregistrée l'année précédente.

La productivité du travail, de même que les coûts salariaux horaires, évolueraient plus favorablement dans les pays voisins, la croissance plus limitée de la productivité en Belgique durant cette période s'expliquant en grande partie par la réaction relativement lente de l'emploi au recul

de la croissance économique. Ces deux années de hausse sensible des coûts salariaux par unité produite ont sans doute entamé la compétitivité des entreprises belges. Il ressort en effet des estimations de l'OCDE que, comme les années précédentes, ces charges d'exploitation ont crû moins rapidement dans les trois principaux pays voisins et dans la zone euro dans son ensemble qu'en Belgique. L'OCDE évalue la croissance des coûts salariaux par unité produite dans les entreprises, au cours de la période 2001-2002, à près de 6 p.c. pour la Belgique, soit environ 2 points de pourcentage de plus qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins et dans la zone euro.

4 FINANCES PUBLIQUES

4.1 BESOIN DE FINANCEMENT

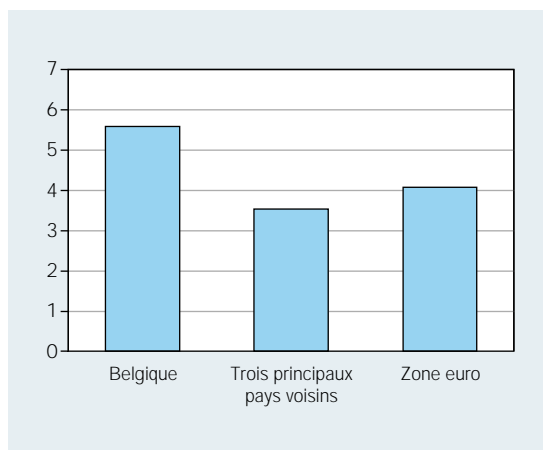
En 2000, les comptes publics ont affiché un équilibre, pour la première fois depuis que des statistiques relativement fiables sont disponibles. Le déficit budgétaire a dès lors été résorbé avec deux ans d'avance sur le calendrier retenu dans le programme de stabilité présenté à la fin de 1999.

Toutefois, étant donné le niveau encore élevé de la dette publique et le poids de plus en plus considérable que le vieillissement de la population fera peser sur les finances publiques, le retour à l'équilibre budgétaire ne peut marquer la fin du processus de consolidation. C'est pourquoi les pouvoirs publics se sont engagés, dans le programme de stabilité de décembre 2000, à engranger progressivement un léger excédent structurel, qui devrait atteindre quelque 0,7 p.c. du PIB en 2005.

Pour l'année 2001, le programme de stabilité visait un excédent de 0,2 p.c. du PIB, abstraction faite du produit de la vente des licences UMTS. En raison d'une conjoncture peu

GRAPHIQUE 15 — COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE¹ EN BELGIQUE, DANS LES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS² ET DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation cumulés au cours de la période 2001-2002)



Source: OCDE.

¹ Coûts salariaux par unité produite dans les entreprises.

² Moyenne pondérée par le PIB de l'Allemagne, la France et les Pays-Bas.

TABLEAU 8 – NORMES EN MATIERE DE BESOIN (–) OU DE CAPACITE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS BELGES*(pourcentages du PIB)*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Programme de stabilité et mises à jour							
Décembre 1998	–1,3	–1,0	–0,7	–0,3	–	–	–
Décembre 1999	–1,1	–1,1	–0,5	0,0	0,2	–	–
Décembre 2000	–0,7	–0,1	0,2 ¹	0,3	0,5	0,6	0,7
Novembre 2001	–0,6	0,1	0,0	0,0	0,5	0,6	0,7
<i>p.m. Réalisations</i>	–0,6	0,0	0,2 <i>e</i>	–0,1 <i>e</i>	–	–	–

Sources: ICN, Ministère des Finances, BNB.

¹ Le produit de la vente des licences UMTS – quelque 0,2 p.c. du PIB – n'est pas compris dans cette norme.

porteuse, les comptes publics présenteraient, selon les données provisoires des comptes nationaux, un excédent limité, de 0,2 p.c., produit exceptionnel inclus, soit un équilibre si on ne tient pas compte de ce dernier.

Malgré la reprise vigoureuse de l'activité économique prévue dans le courant de 2002, la croissance annuelle sera, pour la deuxième année consécutive, nettement inférieure à la croissance tendancielle. Le gouvernement a pris en compte un environnement macroéconomique comparable lors du contrôle budgétaire de mars 2002, et a décidé, vu la faiblesse conjoncturelle, de viser l'équilibre plutôt que l'excédent de 0,3 p.c. du PIB envisagé à la fin de 2000. Selon le dernier programme de stabilité, établi en novembre 2001, cette déviation est temporaire et la trajectoire budgétaire définie dans le précédent programme sera rejointe en 2003 si la croissance de l'activité atteint quelque 3 p.c.

Les projections actuelles confirment que le solde budgétaire de l'ensemble des pouvoirs publics serait, avec un déficit très léger de 0,1 p.c. du PIB, quasiment en équilibre en 2002 et ce, pour la troisième année consécutive. La différence minime par rapport au chiffre du contrôle budgétaire est essentiellement imputable à une amélioration légèrement moins forte que prévu du solde des administrations

locales. Comme le niveau de ce solde serait moins bon en 2001 que celui qui était attendu par le Conseil supérieur des finances lors de l'établissement de la norme pour 2002, il est désormais moins probable que cette dernière soit respectée.

La légère détérioration du solde budgétaire de l'ensemble des pouvoirs publics en 2002 provient du recul de l'excédent primaire, à concurrence de 0,8 p.c. du PIB, qui ne serait que partiellement compensé par la nouvelle baisse des charges d'intérêts. En dépit du recul attendu pour cette année, le surplus primaire atteindrait encore 5,9 p.c. du PIB, soit un niveau très proche de l'objectif de quelque 6 p.c. du PIB fixé par les premiers programmes de stabilité, et l'un des plus élevés de l'UE.

Le recul de l'excédent primaire est dû pour une large part à l'environnement macroéconomique: la composante cyclique des soldes budgétaires se détériorerait en effet de quelque 0,5 p.c. du PIB. Dans ce résultat, l'incidence défavorable de la faible croissance de l'activité serait toutefois quelque peu compensée par une composition de celle-ci favorable pour les finances publiques. Le recul observé de l'excédent primaire résulte également d'une détérioration du solde corrigé des variations conjoncturelles, qui reflète essentiellement les diminutions des charges décrites ci-dessous.

TABLEAU 9 – COMPTES PUBLICS¹

(pourcentages du PIB)

	1997	1998	1999	2000	2001 e	2002 e	p.m. 2002 e ²
Recettes	49,4	49,8	49,7	49,5	49,3	49,1	49,3
Recettes fiscales et parafiscales	44,7	45,3	45,1	45,0	44,5	44,5	44,6
Autres recettes	4,7	4,6	4,6	4,5	4,8	4,6	4,7
Dépenses primaires	43,4	43,2	43,2	42,6	42,6	43,2	43,4
Solde primaire	6,0	6,7	6,4	6,8	6,7	5,9	5,9
Charges d'intérêts	8,0	7,5	7,0	6,8	6,6	6,0	6,0
Besoin (–) ou capacité de financement	–2,0	–0,9	–0,6	0,0	0,2	–0,1	–0,1

Sources: ICN, BNB.

¹ Y compris le produit de la vente des licences UMTS en 2001.² Y compris les effets purement comptables liés au changement de secteur des entreprises publiques de radiotélévision.

4.2 RECETTES

La détérioration du solde primaire en 2002 ne résulterait que pour un quart de l'évolution des recettes, dont le ratio céderait quelque 0,2 point de PIB.

Après avoir diminué en 2001, les prélèvements fiscaux et parafiscaux se stabiliseraient à 44,5 p.c. du PIB, les mesures d'allégement étant compensées par l'incidence de la composition de la croissance, la baisse des recettes de TVA cédées à l'UE, et des glissements dans le temps.

En 2002, l'effort de diminution de la pression fiscale porte principalement sur les impôts sur les revenus du travail, en raison d'abord des premiers effets significatifs de la réforme fiscale, pour un montant de l'ordre de 0,1 p.c. du PIB, par l'intégration dans le calcul du précompte professionnel de la hausse du taux des charges professionnelles forfaitaires et de la suppression des taux marginaux les plus élevés (le taux maximal étant désormais fixé à 52 p.c.). Ensuite, une diminution additionnelle d'un point du taux de la contribution complémentaire de crise est également incorporée dans les barèmes du précompte. Enfin, en région flamande, les

contribuables bénéficient cette année, lors de l'enrôlement, de la baisse unique d'impôt de 62 euros par personne applicable à leurs revenus de 2000. L'impact de ces mesures sur les recettes, de plus de 0,3 point de PIB, est toutefois pratiquement annihilé par l'effet haussier du rattrapage prévu des retards d'enrôlement accumulés depuis la fin de l'année 2000, d'une part, et par le fait que la hausse de la masse salariale, principale composante de la base imposable des revenus du travail, serait sensiblement plus rapide que celle du PIB, d'autre part.

Cet effet de structure de la croissance économique nominale influence également la progression des recettes de cotisations sociales en pourcentage du PIB, compensant largement l'impact des nouvelles réductions de cotisations patronales. Ces dernières, qui représentent quelque 0,1 p.c. du PIB, résultent surtout de l'alignement progressif du régime applicable aux employés sur celui, plus favorable, des ouvriers, des mesures en faveur des travailleurs âgés et d'une diminution des cotisations pour vacances annuelles.

En ce qui concerne les impôts sur les services et le patrimoine, la région flamande met en œuvre, en 2002, des mesures de réduction à

hauteur de quelque 0,2 p.c. du PIB. Il s'agit, d'une part, de la suppression de la redevance radiotélévision (cette redevance a également été abolie dans la région de Bruxelles-Capitale, mais le coût budgétaire en a intégralement été financé par la hausse d'autres impôts) et, d'autre part, d'une baisse des droits d'enregistrement sur les opérations immobilières. L'annonce de cette dernière mesure avait incité les particuliers à reporter leurs transactions de 2001 à 2002, de sorte que l'incidence budgétaire en 2002 serait inférieure à 0,1 p.c. du PIB. Ces allègements fiscaux au niveau régional sont partiellement compensés par des hausses des additionnels prélevés par les pouvoirs locaux.

Par ailleurs, les recettes de TVA, qui sont enregistrées nettes des montants cédés au titre de la contribution au budget européen, seront influencées à la hausse, à raison de 0,1 point de PIB, par la baisse, de 1 à 0,75 p.c., du taux utilisé pour le calcul de la ressource TVA. Dans le cadre de la réforme des modes de financement de l'UE décidée au sommet de Berlin, en mars 1999, un glissement est en effet opéré entre la ressource TVA et celle basée sur le PNB, afin de faire davantage correspondre la contribution de chaque pays à sa prospérité relative. Cette année, l'évolution du besoin de financement des pouvoirs publics belges n'en est pas affectée, la baisse de la TVA cédée étant compensée par une hausse de la ressource PNB; celle-ci est enregistrée dans les dépenses primaires.

Un autre volet de cette réforme a consisté en une hausse, en 2001, de la part des prélèvements agricoles et droits de douane rétrocédés par la CE au titre de frais de perception, gonflant ainsi les recettes non fiscales et non parafiscales. Cet effet avait été renforcé par l'enregistrement de compléments de remboursements d'aides Maribel qui avaient été déclarées non conformes au droit européen de la concurrence. La disparition de ce dernier élément contribue en revanche, en 2002, à une baisse de la part des recettes non fiscales et non parafiscales dans le PIB, qui reviendrait à 4,6 p.c.

4.3 DEPENSES PRIMAIRES

Les dépenses primaires augmenteraient de 0,6 point en 2002, pour atteindre 43,2 p.c. du PIB. Cette hausse est essentiellement liée à la croissance modeste du PIB en termes réels, nettement inférieure à la progression des dépenses à prix constants.

Cette dernière est en outre gonflée par la hausse précitée des ressources basées sur le PNB, dans le cadre du financement de l'UE, et par quelques facteurs spécifiques de type temporaire ou conjoncturel. Ainsi, la disparition des produits des enchères UMTS et de diverses transactions immobilières, qui avaient fortement comprimé les dépenses en capital en 2001, ne serait que partiellement compensée par de nouvelles ventes de terrains et de bâtiments par le pouvoir fédéral en 2002. A cet égard, la vente des terrains de l'aéroport national à BIAC a déjà rapporté plus de 200 millions d'euros au début de 2002, mais le gouvernement compte sur un montant total de quelque 470 millions d'euros ou 0,2 p.c. du PIB pour l'ensemble de l'année. Par ailleurs, les dépenses de chômage progresseraient très sensiblement, en raison de l'effet de la mauvaise conjoncture sur le taux de chômage.

Corrigées pour tenir compte de ces facteurs spécifiques, les dépenses primaires à prix constants enregistreraient une progression de l'ordre de 2 p.c.

Cette hausse résulte toutefois partiellement d'effets de prix. L'indexation des traitements de la fonction publique et de la plupart des allocations sociales devrait en effet accroître ces dépenses de quelque 2,7 p.c. sur une base annuelle, soit un rythme nettement supérieur à la progression attendue en 2002 de l'indice national des prix à la consommation, à l'aide duquel la croissance des dépenses primaires est traditionnellement déflatée.

L'augmentation, globalement très limitée, des dépenses a permis malgré tout de prendre plusieurs mesures ponctuelles dans des domaines

jugés prioritaires, notamment en matière sociale. Ainsi, les pensions qui ont pris cours avant 1993 et certaines allocations de chômage ont été majorées de 1 p.c. au 1^{er} janvier 2002.

4.4 CHARGES D'INTERETS

Grâce à la baisse du niveau de la dette et à la diminution tendancielle du taux implicite sur celle-ci, les charges d'intérêts exprimées en pourcentage du PIB ont diminué chaque année depuis plus de 10 ans. En 2002, le recul est estimé à 0,6 p.c. du PIB, ramenant les charges d'intérêts à 6 p.c. du PIB, soit à peine plus de la moitié du maximum atteint en 1990. Cette évolution résulte en partie de la baisse du niveau de l'endettement, mais reflète surtout la diminution du taux implicite: dans les hypothèses retenues pour les projections, les taux d'intérêt à court terme diminuent de quelque 100 points de base par rapport à 2001 et le niveau des taux de marché à long terme permet de refinancer à moindre coût les emprunts venant à échéance.

4.5 DETTE

Le rapport de la dette brute consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics au PIB poursuit sa décline en 2002, à un rythme toutefois ralenti. Comme les trois années précédentes, la baisse de la dette est exclusivement de nature endogène. Ce mouvement serait toutefois limité en 2002, par l'effet combiné de la faiblesse de la croissance économique et du niveau plus bas du surplus primaire. Les facteurs exogènes seraient en revanche de nature à augmenter la dette. Au total, celle-ci atteindrait 105,3 p.c. du PIB, soit 2,4 points de moins qu'un an plus tôt.

5. SYNTHÈSE DES SECTEURS

Depuis la seconde moitié des années nonante, l'ensemble des secteurs intérieurs de l'économie ont dégagé, année après année, une capacité nette de financement de l'ordre de 4 à 5 p.c. du PIB. En 2002, celle-ci s'établirait à 4,3 p.c., contre 4,8 p.c. en 2001.

TABLEAU 10 – DETTE BRUTE CONSOLIDÉE

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e ⁴
Niveau de la dette	138,0	136,0	133,9	130,1	124,7	119,3	115,0	109,3	107,7	105,3
Variation de la dette		-1,9	-2,1	-3,8	-5,4	-5,4	-4,3	-5,7	-1,5	-2,4
Variation endogène		-1,7	-0,6	0,6	-4,1	-3,8	-4,3	-5,9	-3,7	-2,9
Solde primaire requis pour stabiliser la dette ¹		2,8	4,3	5,7	1,8	2,9	2,1	0,9	3,0	3,1
Taux d'intérêt implicite sur la dette ²		(7,3)	(7,1)	(6,8)	(6,4)	(6,3)	(6,1)	(6,3)	(6,2)	(5,8)
Croissance du PIB nominal ² ..		(5,2)	(3,8)	(2,4)	(5,0)	(3,9)	(4,3)	(5,4)	(3,3)	(2,9)
Solde primaire effectif		4,6	4,9	5,1	6,0	6,7	6,4	6,8	6,7	5,9
Variation résultant d'autres facteurs ³		-0,2	-1,5	-4,5	-1,3	-1,6	0,0	0,3	2,2	0,5

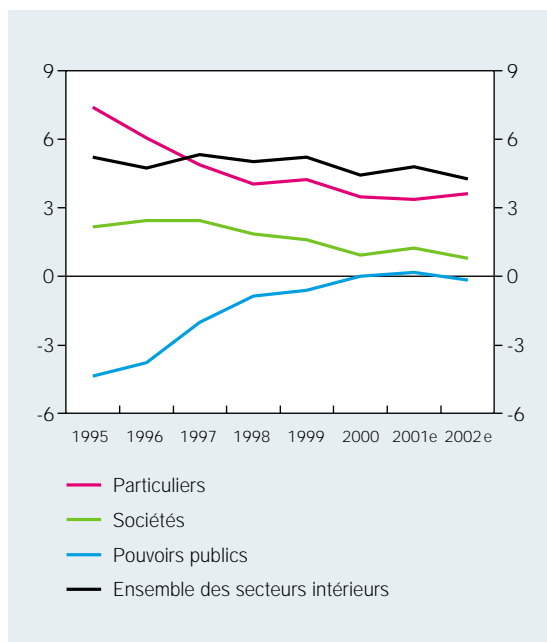
Source: BNB.

¹ Ce solde est égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée.

² Pourcentages.

³ Essentiellement les plus-values sur or, les privatisations, les différences de change, les octrois de crédits et les prises de participations et, en 2001, l'intégration de CREDIBE dans le secteur public.

⁴ L'incorporation des entreprises publiques de radiotélévision dans le secteur public n'aura pas d'effet perceptible sur les résultats pour 2002, leur dette étant inférieure à 0,05 p.c. du PIB.

GRAPHIQUE 16 – BESOIN (–) OU CAPACITE DE FINANCEMENT PAR GRAND SECTEUR*(pourcentages du PIB)*

Sources : ICN, BNB.

Ce recul reflète l'effet de la conjoncture défavorable dans les comptes des sociétés. Celles-ci enregistreraient une régression du volume de leurs ventes à la suite de la diminution, en

moyenne annuelle, des exportations. Pour sa part, la marge d'exploitation par unité produite ne progresserait que faiblement. Au total, la part de l'excédent d'exploitation des sociétés dans le PIB diminuerait de 0,5 point, leur capacité de financement enregistrant une réduction comparable.

Le solde de financement des pouvoirs publics se détériorerait pour sa part de 0,3 point de PIB. En revanche, la progression du taux d'épargne des particuliers, évoquée au point 2.2, se traduirait par une augmentation de 0,2 point de PIB de leur capacité de financement, eu égard à la stabilité de leurs dépenses d'investissements.

La capacité nette de financement des secteurs intérieurs correspond au prêt au reste du monde, c'est-à-dire au solde total du compte courant et du compte de capital de la balance des paiements. Ce solde devrait revenir de 12 milliards d'euros en 2001 à 11,3 milliards en 2002, uniquement du fait des opérations courantes; le compte de capital devrait être, comme l'année précédente, proche de l'équilibre.

Le recul de l'excédent du compte courant résulterait surtout d'une baisse du surplus dégagé par les échanges de biens et services et, dans une moindre mesure, d'une nouvelle augmentation

TABLEAU 11 – PRET NET A L'ETRANGER SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS*(soldes, milliards d'euros)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
1. Compte courant	11,4	11,3	12,0	11,1	12,0	11,3
Biens et services	9,6	9,3	9,9	7,4	7,9	6,9
Biens	8,4	8,4	8,4	4,9	6,2	5,7
Services	1,2	0,9	1,5	2,5	1,7	1,2
Revenus	5,0	5,8	6,4	7,9	8,3	8,8
Transferts courants	-3,3	-3,8	-4,3	-4,2	-4,2	-4,4
2. Compte de capital	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
3. Prêt net à l'étranger (1 + 2)	11,8	11,2	11,9	10,9	12,0	11,3
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	5,4	5,0	5,1	4,4	4,7	4,3
<i>p.m. Idem selon les comptes nationaux</i>	5,3	5,0	5,2	4,4	4,8	4,3

Sources : ICN, BNB.

TABLEAU 12 – OPERATIONS SUR BIENS ET SERVICES AVEC L'ETRANGER¹*(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 e
Valeur						
Exportations	11,0	4,6	5,0	20,3	1,3	-2,3
Importations	10,9	5,0	4,8	22,7	0,8	-1,4
Volumes						
Exportations	6,1	5,8	5,0	9,7	-0,8	-2,0
Importations	5,1	7,5	4,1	9,7	-1,5	-1,2
Degré de couverture en volume	1,0	-1,6	0,9	0,0	0,7	-0,7
Déflateurs						
Exportations	4,6	-1,1	0,0	9,7	2,2	-0,2
Importations	5,5	-2,3	0,7	11,8	2,4	-0,2
Termes de l'échange	-0,9	1,2	-0,7	-1,9	-0,2	0,0

Sources: ICN, BNB.

¹ Selon la statistique des comptes nationaux.

du déficit des transferts courants, due essentiellement à la hausse des transferts de la Belgique à l'Union européenne. L'excédent du compte des revenus passerait de 8,3 milliards à 8,8 milliards d'euros. Les revenus du travail retrouveraient en effet un niveau normal, après une forte chute en 2001, tandis que les revenus des placements et des investissements resteraient pratiquement stables.

Le solde moins favorable attendu en 2002 pour les échanges de biens et services résulte principalement des évolutions en volume, étant donné que les baisses des prix à l'exportation et à l'importation devraient suivre le même rythme. Ces baisses, de 0,2 p.c. chacune, sont une conséquence de l'évolution modérée des prix au niveau international. De ce fait, les termes de l'échange devraient rester inchangés en 2002.

INCIDENCE SUR LA COMPTABILITE NATIONALE DU CHANGEMENT DE SECTEUR DES ENTREPRISES PUBLIQUES DE RADIOTELEVISION

En vertu des accords du Lambermont, la redevance radiotélévision sera perçue à partir de 2002 par les régions, et non plus par les communautés. Celles-ci demeurent toutefois le pouvoir subsidiant des entreprises publiques de radiotélévision. La rupture du lien (presque) direct entre la perception de la redevance et le financement de ces entreprises modifie la manière dont leurs opérations sont considérées dans les comptes nationaux.

Conformément aux prescriptions du Système européen des comptes 1995 (SEC 95), la redevance était considérée jusqu'à présent comme une vente de services des entreprises de radiotélévision, en paiement d'une dépense de consommation des ménages, étant donné que l'administration qui percevait la redevance était également celle qui finançait les entreprises. Subséquemment, leurs recettes propres (redevance et chiffre d'affaires) couvrant plus de la moitié des coûts, la VRT, la RTBF et la BRF étaient considérées comme des institutions publiques marchandes, classées dans le secteur des sociétés non financières.

Dans la nouvelle situation, le lien direct entre le financement des entreprises et la redevance étant rompu, la redevance est considérée comme un impôt des particuliers et non plus comme une dépense de consommation. De plus, les entreprises ne sont plus financées principalement par des recettes propres (chiffre d'affaires), mais par une dotation publique. De ce fait, elles sont désormais intégrées au secteur des administrations publiques.

Ce changement de secteur des entreprises publiques de radiotélévision a de multiples conséquences, purement comptables, sur le calcul des variables des comptes nationaux. Le tableau ci-dessous présente une estimation de l'ordre de grandeur des effets sur les principales variables qui sont affectées par ces modifications comptables.

Effets comptables de la reclassification des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés non financières au secteur des administrations publiques

(différences en pourcentage, par rapport à la situation antérieure)

	Sociétés non financières	Administrations publiques	Particuliers	Ensemble de l'économie	
I. Compte de production					
Valeur ajoutée brute / PIB	-0,5	+1,0		-0,1	1
II. Compte de distribution et d'utilisation du revenu					
Rémunérations versées	-0,3	+1,0			2
Autres impôts sur la production versés	-14,5				3
Excédent brut d'exploitation	-0,1	+1,1		0,0	
Autres impôts sur la production perçus		-7,1			
Solde des revenus primaires / RNB	-0,1	-1,6		-0,1	3
Autres impôts courants					4
Impôts versés			+67,0		
Impôts perçus		+51,5			
Revenu disponible	-0,1	+0,7	-0,5	-0,1	
Dépenses de consommation finale		+0,7	-0,5	-0,2	5
Epargne brute	-0,1	+1,4	0,0	0,0	
Emploi (en personnes)	-7.000	+7.000		0	2

¹ En tant que sociétés non financières, la valeur de la production des entreprises publiques de radiotélévision était obtenue par la somme du chiffre d'affaires, de la redevance radiotélévision (que celle-ci serve ou non à financer ces entreprises) et des autres recettes. Comme entités publiques non marchandes, la production des entreprises de radiotélévision est désormais obtenue par la somme de leurs coûts: achats de biens et services, rémunérations et amortissements. La différence entre les deux estimations se monte à -0,1 p.c. du PIB. Elle correspond à la partie de la redevance radiotélévision qui était conservée par les communautés. Cette différence porte à la fois sur la production et la valeur ajoutée, puisque la consommation intermédiaire n'est pas affectée. Au total, le PIB est réduit de 0,1 p.c. La valeur ajoutée des sociétés non financières diminue de 0,5 p.c. et celle des administrations publiques augmente de 1 p.c.

² Changement de secteur des employeurs.

³ La partie de la redevance radiotélévision qui était conservée par les communautés était considérée comme un impôt sur la production versé par les entreprises de radiotélévision. A ce titre, elle était déduite de la valeur ajoutée des sociétés non financières, avant le calcul de l'excédent d'exploitation, et ajoutée comme élément du revenu primaire des administrations publiques. Ces écritures dans le compte de distribution du revenu primaire n'ont plus cours dans la nouvelle situation. La réduction du PIB se marque par un recul du revenu primaire des pouvoirs publics, tandis que celui des sociétés non financières n'est quasiment pas affecté.

⁴ La totalité de la redevance est considérée désormais comme un impôt courant des particuliers aux pouvoirs publics. Le revenu disponible des pouvoirs publics est augmenté de 0,7 p.c., tandis que celui des particuliers est diminué de 0,5 p.c.

⁵ La totalité de la redevance radiotélévision était précédemment considérée comme une dépense de consommation des ménages. Désormais, la valeur de la production des entreprises publiques de radiotélévision qui n'est pas couverte par des produits d'exploitation est considérée comme une consommation collective des administrations publiques.

Au total, la consommation finale de l'économie diminue de 0,2 p.c. La consommation des ménages diminue de 0,5 p.c., et celle des administrations publiques augmente de 0,7 p.c.

EFFETS DU PASSAGE A L'EURO FIDUCIAIRE SUR L'INFLATION

INTRODUCTION

Le passage à l'euro fiduciaire, le 1^{er} janvier 2002, a été une réussite incontestable et les billets et pièces en euro ont été bien accueillis par la population. Cependant, l'adaptation des prix à la nouvelle monnaie a suscité des interrogations que cet article se propose d'examiner.

En premier lieu, les canaux par lesquels l'introduction de l'euro peut influencer les prix sont abordés au moyen des données les plus récentes. Le premier canal est la répercussion sur les prix des coûts et des avantages liés à l'introduction de l'euro. Le deuxième canal est celui des prix attractifs et des arrondis. L'introduction de l'euro peut en effet provoquer la tentation d'arrondir – à la hausse – les prix convertis en euro afin d'obtenir de nouveaux prix attractifs. Enfin, le troisième canal est le regroupement de changements de prix, étant donné que l'introduction de l'euro fournit une occasion de concentrer des modifications de prix habituellement réparties sur l'ensemble d'une période.

En deuxième lieu, il a été tenté d'estimer l'effet exercé par l'introduction de l'euro sur l'inflation. Il ne peut toutefois s'agir que d'une tentative, étant donné qu'il est extrêmement difficile, sinon impossible, d'isoler les effets du passage à l'euro d'autres facteurs, plus traditionnels, qui ont pu donner lieu à des changements de prix, tels que les hausses des prix d'achat des inputs intermédiaires, les augmentations des coûts salariaux, ou les variations des marges bénéficiaires.

Enfin, le double affichage des prix est brièvement examiné, plus particulièrement son degré d'application au moment du basculement, ainsi que le rythme auquel il est appelé à disparaître.

1. EFFETS SUR LES PRIX: TROIS CANAUX POSSIBLES

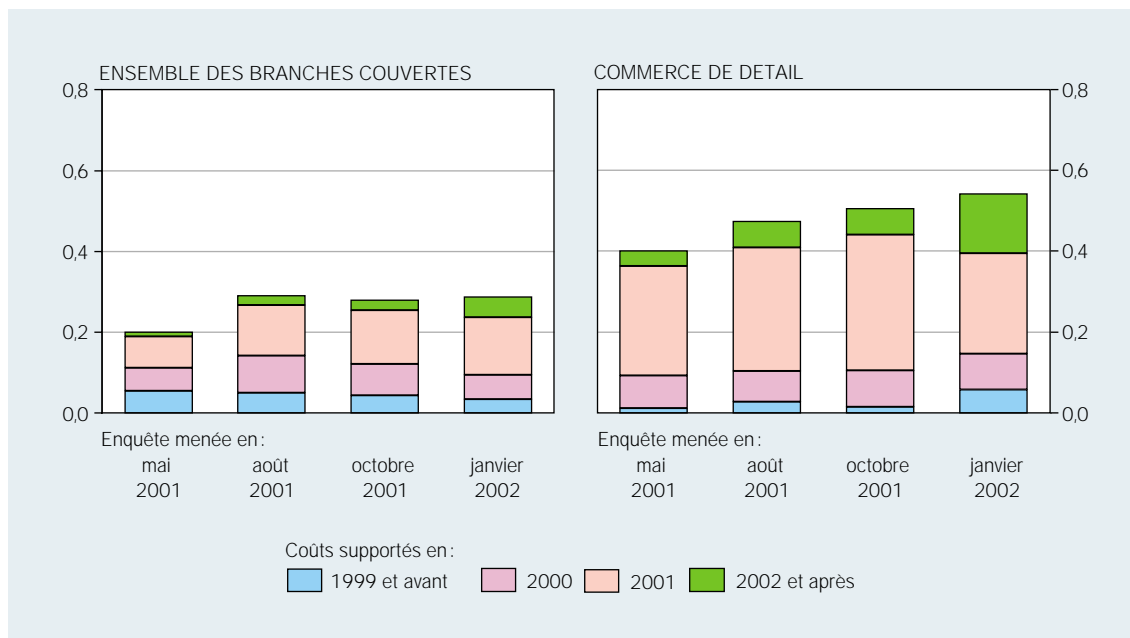
1.1 REPERCUSSION DES COÛTS ET DES AVANTAGES LIÉS A L'INTRODUCTION DE L'EURO

Au fil des différentes «enquêtes euro» que la Banque a menées auprès des entreprises, l'évaluation des coûts liés au passage à la monnaie unique a été remarquablement stable. Pour l'ensemble des entreprises qui ont participé à l'enquête, le niveau de ces coûts semble faible. D'après l'enquête de janvier 2002, ils se limiteraient en effet à 0,29 p.c. du chiffre d'affaires. De plus, une partie non négligeable – environ un tiers – a été supportée avant 2001. La moitié des coûts a été prise en charge au cours de 2001 ; le solde se rapporte à 2002 ou aux années suivantes. A l'occasion de la dernière enquête, les entreprises ont modifié la répartition des coûts entre les différentes années et ont imputé davantage de coûts sur l'année 2002. C'est particulièrement le cas pour les entreprises du commerce de détail, où un glissement semble s'être produit de 2001 vers 2002. Par ailleurs, ces entreprises semblent encourir des coûts plus élevés que la moyenne puisque ceux-ci se chiffrent à 0,54 p.c. du chiffre d'affaires.

Les avantages que les entreprises retireront de l'introduction de l'euro sont beaucoup plus difficilement quantifiables. Lors des premières enquêtes, cette difficulté s'était reflétée dans le faible taux de réponse à cette question, qui avoisinait 50 à 60 p.c. A l'occasion de l'enquête de janvier 2002, le taux de réponse est passé à 79 p.c., mais cette progression est allée de pair avec un accroissement de la part des participants qui ont déclaré que les avantages

GRAPHIQUE 1 – COÛTS DE L'INTRODUCTION DE L'EURO SUPPORTES PAR LES ENTREPRISES ¹

(pourcentages du chiffre d'affaires)



Source : BNB.

¹ Enquêtes réalisées auprès du secteur des entreprises privées, à l'exception de la branche des services aux ménages, des intermédiaires financiers et des entreprises d'assurances. Résultats extrapolés en tenant compte de l'importance des branches d'activité et de la distribution des entreprises par taille au sein de chacune d'entre elles. L'extrapolation se fonde sur les données de l'emploi de l'IONSS au 30 juin 2000.

escomptés sont nuls. Cette proportion a atteint 60 p.c. en janvier 2002, contre 40 p.c. en octobre 2001. En conséquence, l'évaluation des bénéfices s'est dégradée par rapport aux enquêtes précédentes, pour s'établir à 0,03 p.c. du chiffre d'affaires contre 0,14 p.c. en mai 2001. Toutefois, à l'inverse des coûts, les avantages de la monnaie unique sont récurrents et devraient, à terme, exercer une pression à la baisse sur les prix. En outre, l'économie devrait également bénéficier de la transparence accrue des prix qui stimule la concurrence et qui exerce un effet modérateur durable sur le niveau général des prix.

Les coûts de l'introduction de l'euro étant uniques et relativement limités, alors que les avantages sont récurrents, il est peu probable que ce premier canal ait causé des hausses de prix importantes. C'est pourquoi une attention particulière est donnée au deuxième canal, celui des prix attractifs. Celui-ci est en effet généralement

considéré comme la principale source possible de hausses de prix.

1.2 ROLE DES PRIX ATTRACTIFS ET DES ARRONDIS

Baisse de la part des prix attractifs en franc au cours du deuxième semestre de 2001

L'observation des pratiques en matière de fixation des prix en franc permet de définir les prix attractifs comme des prix se terminant par 0, 5, 9 ou 98. La proportion de ces prix est restée relativement stable jusque mi-2001, à un niveau légèrement supérieur à 72 p.c. Cette observation implique que la politique de prix peut également être considérée comme stable : lorsque des prix attractifs changent, les nouveaux prix restent généralement des prix attractifs en francs. Cependant entre juin et décembre 2001, la proportion de prix attractifs a diminué

ENCADRE 1 – SOURCES UTILISEES

Les enquêtes menées par la Banque

Depuis le mois de mai 2001, la Banque a mené des enquêtes sur l'introduction de l'euro auprès des entreprisesⁱ. En plus d'un volet mensuel pour les questions relatives au degré de préparation des entreprises, un second questionnaire a été envoyé en mai, août et octobre 2001. Celui-ci concernait l'ampleur et la nature des coûts et des bénéfices liés à l'introduction de l'euro, ainsi que la politique menée par les entreprises en matière d'adaptation des prix et de double affichage de ceux-ciⁱⁱ. La dernière enquête, qui a été menée à la fin de janvier 2002, après le basculement, a été adaptée et a mis davantage l'accent sur l'incidence de l'introduction de l'euro sur les prix de vente. Au total, 2.605 entreprises sur les 5.500 interrogées, dont 361 issues du commerce de détail, ont répondu à cette dernière enquête.

La base de données détaillées de l'Indice des prix à la consommation (IPC)

La base de données détaillées contenant les relevés de prix individuels dont le Ministère des Affaires économiques (MAE) se sert pour établir l'IPC se prête à une analyse des prix attractifs. A la fin de 2001, la question a été étudiée notamment sur la base d'une simulation du scénario du pire réalisée en fonction de l'hypothèse selon laquelle tout prix attractif en franc belge serait systématiquement arrondi vers le haut pour être porté au prix attractif en euro du même type le plus proche. Dans un tel scénario, l'effet sur l'indice se situerait entre 0,54 et 0,72 point de pourcentageⁱⁱⁱ. Pour le présent article, ces données ont été utilisées pour étudier le processus d'ajustement des prix attractifs dans le courant de 2001^{iv}. Cette base de données ne contient que les observations de prix qui ont été relevés sur le terrain, à savoir quelque 105.000 observations enregistrées tous les mois dans plus de 10.000 points de vente répartis sur 65 localités. Les prix des produits qui sont suivis de manière centralisée, comme par exemple les primes d'assurances, les tarifs de la SNCB, les prix de l'électricité et du gaz, ne sont pas couverts.

ⁱ Toutes les branches d'activité sont couvertes, à l'exception toutefois des services aux ménages (en ce compris l'horeca, les secteurs du tourisme et des soins de santé) et des services financiers et d'assurance.

ⁱⁱ Les résultats complets de ces enquêtes sont disponibles sur le site Internet de la Banque Nationale de Belgique www.bnb.be, sous la rubrique «communiqués de presse».

ⁱⁱⁱ Aucremanne L. and Cornille D. (2001), «Attractive prices and euro-rounding effects on inflation», *National Bank of Belgium Working Papers – Documents Series*, N°17 (November).

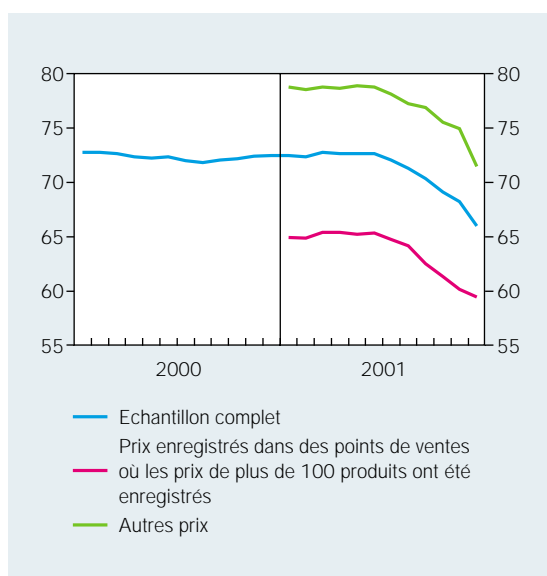
^{iv} Les données ne sont disponibles que jusque décembre 2001 inclus.

de 6,6 p.c. Il semble raisonnable de supposer que cette diminution reflète la tendance à adapter progressivement les politiques de prix à l'utilisation de prix attractifs en euro¹.

Un calcul distinct a été effectué pour les produits vendus dans les grandes surfaces. Dans la mesure où la Banque ne dispose pas

d'information permettant d'identifier les points de vente, les grandes surfaces ont été définies de manière arbitraire comme étant des magasins où les prix de plus de cent produits ont été relevés pour un mois donné. La part des prix

¹ Cette hypothèse a été vérifiée sur la base d'une analyse détaillée de l'évolution de la distribution des prix pour divers produits sélectionnés.

GRAPHIQUE 2 – PART DES PRIX ATTRACTIFS EN FRANCS : PRIX SE TERMINANT PAR 0, 5, 9 OU 98*(pourcentages du total)*

Sources : MAE, BNB.

attractifs dans les grandes surfaces est inférieure à la moyenne, car ceux-ci vendent essentiellement des produits alimentaires et des boissons, pour lesquels les prix attractifs sont moins répandus. Les plus grands magasins sont essentiellement présents dans le secteur de l'alimentation, où ils représentent en moyenne 60 p.c. des produits couverts. Par ailleurs, la diminution de la part des prix attractifs durant le second semestre de 2001 a été moins prononcée pour les produits vendus dans les grands magasins. Cette différence a été particulièrement nette en décembre 2001.

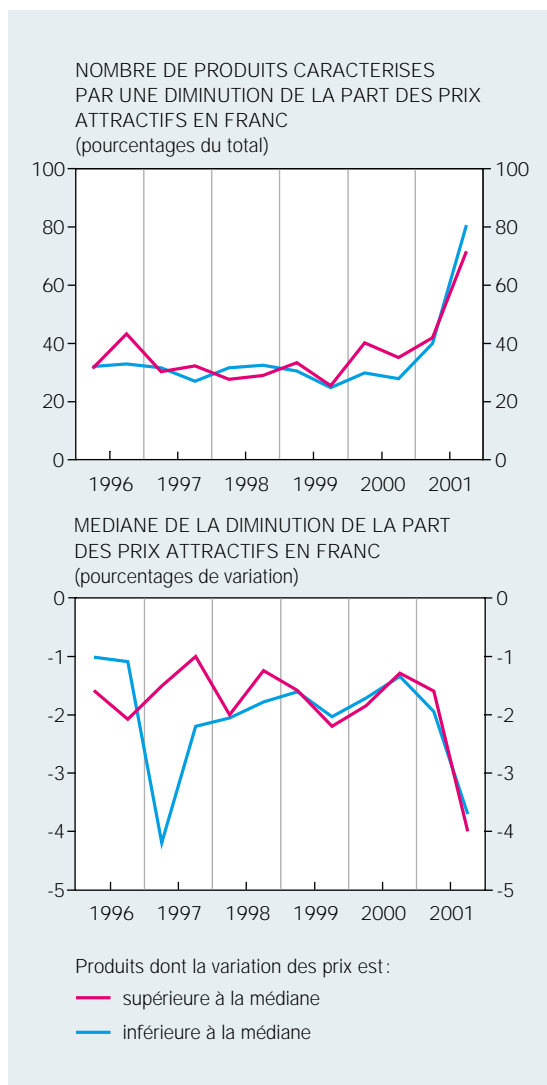
Compte tenu de cette évolution et du haut degré de concurrence dans ce secteur, il est peu probable que de nettes hausses des prix se soient produites dans les grandes surfaces. Les enquêtes de l'Inspection économique du MAE, qui font apparaître que les prix dans les grands magasins ont légèrement baissé entre avril 2001 et janvier 2002¹, confirment cette hypothèse.

¹ Ministère des Affaires économiques (2002), 8^e enquête euro – janvier 2002, communiqué de presse du 6 février 2002.

Au total, les grandes surfaces ne couvrent qu'environ 18 p.c. de l'IPC, mais leur prédominance dans le secteur alimentaire n'est pas dénuée d'importance. Les simulations du scénario du pire, décrit brièvement dans l'encadré 1, avaient en effet fait apparaître que c'était pour ces produits que le risque théorique en cas d'arrondi à la hausse était le plus prononcé. Cela s'explique par la prédominance des petits prix, pour lesquels l'effet des arrondis est proportionnellement plus important et contrebalance le fait que le recours à des prix attractifs y est inférieur à la moyenne. La contribution des produits alimentaires et des boissons au résultat total du scénario du pire (de 0,54 à 0,72 point de pourcentage) représente 0,25 point de pourcentage. Si l'on considère que les effets d'arrondi pourraient être nuls pour 60 p.c. de ces produits – c'est-à-dire ceux qui sont vendus dans les grandes surfaces –, on réduit le résultat de 0,15 point de pourcentage, tout en ne tenant pas compte du fait que les grands magasins vendent également certains produits non alimentaires enregistrés dans l'IPC. Ceux-ci représentent environ 6 p.c. de l'IPC total.

Afin d'examiner s'il existe une relation claire entre l'adaptation des prix à l'euro et la variation de ces prix, deux variables caractérisant la stratégie de fixation de prix attractifs sont comparées pour deux sous-échantillons de produits. Le premier sous-échantillon est celui des produits caractérisés par les variations de prix les plus élevées – supérieures à la variation médiane des prix – et le second est celui des produits caractérisés par des variations de prix inférieures à la médiane. La comparaison est établie par semestre pour la période 1996-2001.

Au second semestre de 2001, il y a davantage de produits pour lesquels les prix attractifs en franc se raréfient. Cette tendance est nette tant pour les variations de prix élevées que les variations de prix les plus faibles, ce qui signifie que le passage à des prix attractifs en euro n'est pas forcément associé à de fortes hausses de prix. D'ailleurs, dans le premier

GRAPHIQUE 3 – EVOLUTION DE LA PROPORTION DE PRIX ATTRACTIFS

Sources : MAE, BNB.

échantillon – celui caractérisé par les variations de prix les plus prononcées – le nombre de produits pour lesquels la part des prix attractifs en franc a diminué au second semestre de 2001 est légèrement inférieur au nombre observé dans le second échantillon.

La baisse médiane de la part des prix attractifs en franc¹, qui a été nettement plus prononcée durant le second semestre de 2001 que pendant la plupart des périodes antérieures, montre

également un parallélisme entre les deux échantillons, de sorte qu'un lien unilatéral entre l'intensité de l'ajustement des prix attractifs, d'une part, et l'ampleur des variations de prix observées, d'autre part, n'apparaît pas non plus dans ce cas-ci. Toutefois, l'intensité du processus d'ajustement se révèle un peu plus prononcée dans l'échantillon comprenant les variations de prix les plus élevées.

Adaptation des prix attractifs en 2002

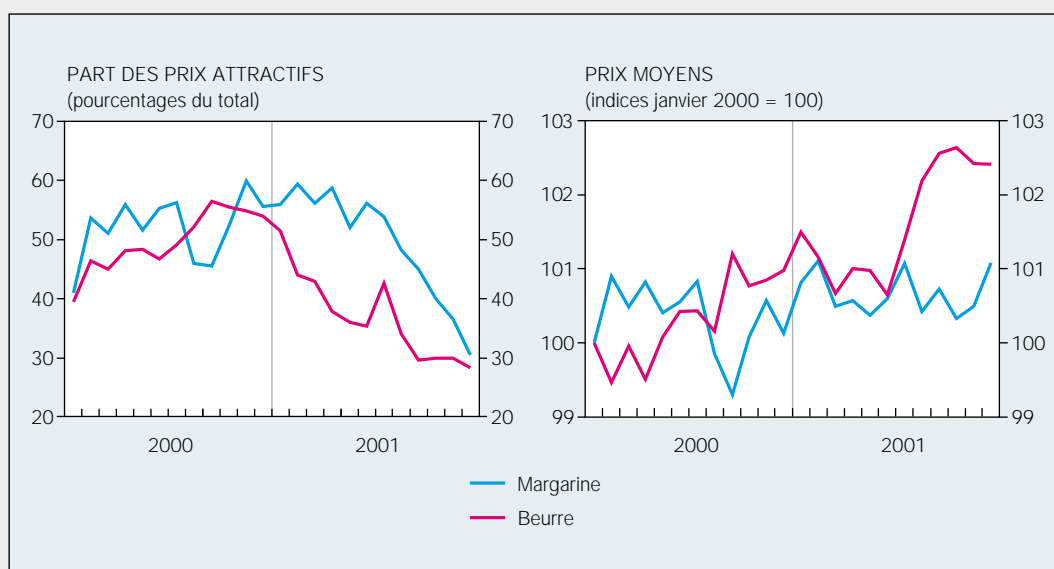
L'adaptation des prix attractifs à l'euro est un processus dynamique qui a débuté en 2001 et se poursuit en 2002. Il ressort de l'enquête menée par la Banque en janvier 2002 que, pour l'ensemble des branches couvertes, 40 p.c. des entreprises recourent à des prix attractifs. Ce pourcentage est cependant plus élevé pour les entreprises du commerce de détail, dont environ 60 p.c. pratiquent des prix attractifs². Parmi celles-ci, un peu plus de 15 p.c. affichaient déjà des prix attractifs en euro avant le 1^{er} janvier 2002. Cette proportion est passée à environ un tiers pour le mois de janvier 2002 et à plus de 45 p.c. pour le mois de mars 2002. Pour le reste des entreprises qui affirment afficher des prix attractifs, l'adaptation de ceux-ci à l'euro devrait se faire progressivement pour décembre 2002, mais la majeure partie des adaptations devrait être faite pour le mois d'août, c'est-à-dire la période qui suit les soldes d'été. Etant donné que l'analyse des résultats en matière d'inflation s'étend jusqu'en avril 2002, il est intéressant de noter que, selon l'enquête de la Banque, environ 80 p.c. des entreprises du commerce

¹ Cette deuxième variable n'a évidemment été calculée que pour les produits pour lesquels la part des prix attractifs en franc a effectivement diminué.

² La proportion de 72 p.c. de prix attractifs en franc dans la base de donnée détaillée du MAE semble concorder avec les résultats de l'enquête euro, à savoir une part de 60 p.c. d'entreprises pratiquant des prix attractifs. Ceci est particulièrement vrai si on tient compte des différences de couverture, l'enquête euro ne couvrant notamment pas la branche des services aux ménages et plus particulièrement le secteur de l'Horeca, où l'utilisation de prix attractifs est très répandue.

ENCADRE 2 – L'ADAPTATION DES PRIX ATTRACTIFS A-T-ELLE DONNE LIEU A UNE ACCELERATION DE L'INFLATION? UN EXEMPLE CONCRET: LE BEURRE ET LA MARGARINE

Ces deux produits ont été choisis parce qu'ils sont substituables l'un à l'autre. En outre, il est raisonnable de penser qu'ils font l'objet d'une même stratégie de prix en euro, car ils sont généralement vendus dans les mêmes magasins. Dans un ensemble de 408 magasins vendant les deux produits, la proportion de prix attractifs était comparable en 2000 pour les deux produits et, en 2001, la part des prix attractifs en franc avait diminué pour le beurre et la margarine.



Sources : MAE, BNB.

Malgré la similitude du processus de formation des prix attractifs, on note une différence sensible de l'évolution des prix des deux produits en 2001. Si le prix moyen du beurre a augmenté à partir de juillet, il n'en a pas été de même pour la margarine. Ceci montre clairement qu'une diminution de la proportion de prix attractifs en franc ne se solde pas automatiquement par des hausses de prix. Dès lors, l'évolution divergente des prix devrait essentiellement être imputable à des augmentations de coût liées au produit. En effet, la hausse observée des prix à la production des produits laitiers, probablement due au renforcement des mesures de sécurité alimentaire consécutives à la crise de l'encéphalite spongiforme bovine et à l'épidémie de fièvre aphteuse, semble s'être répercutée sur les prix à la consommation du beurre, mais aussi du lait, du yaourt, etc.

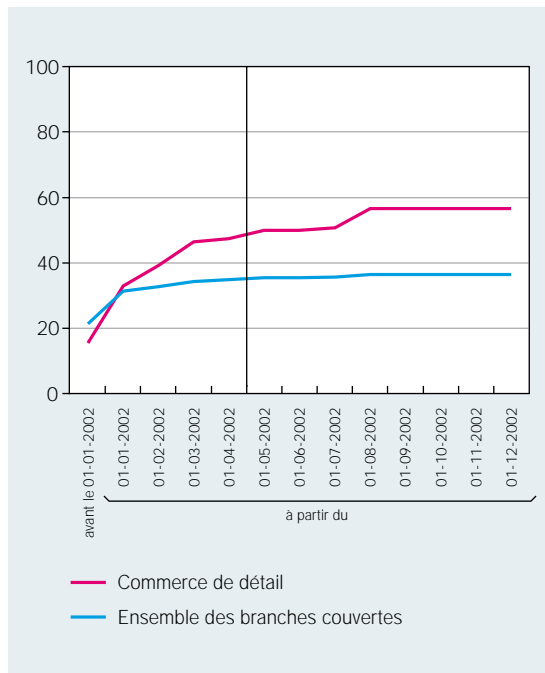
de détail pratiquant des prix attractifs avaient l'intention de fixer ceux-ci en euro pour avril au plus tard. L'adaptation de ces prix pour

l'ensemble des branches couvertes semble avoir été plus rapide que dans le commerce de détail: la part des prix attractifs adaptés à

l'euro était déjà importante avant janvier 2002, et la majorité des prix qui n'étaient pas encore adaptés sont exprimés en euro depuis janvier 2002.

GRAPHIQUE 4 – NOMBRE D'ENTREPRISES APPLIQUANT DES PRIX ATTRACTIFS EN EURO ¹

(pourcentages du total, enquête de janvier 2002)



Source : BNB.

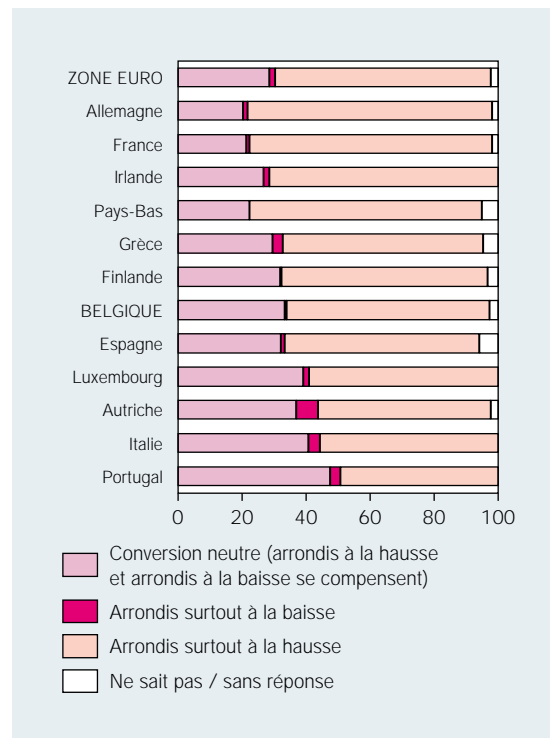
¹ Voir la note du graphique 1.

Quant à l'effet sur les prix de la conversion à l'euro des prix attractifs en franc, il ressort de l'enquête euro de janvier 2002 que celle-ci s'effectue de manière neutre dans plus de 80 p.c. des cas. Dans les autres cas, l'adaptation serait le plus souvent réalisée vers le haut, à l'exception du commerce de détail, où l'adaptation des prix attractifs se ferait davantage vers le bas. Ce secteur comprend toutefois aussi bien la grande distribution que le petit commerce et l'enquête ne couvre pas les services aux ménages, c'est-à-dire l'Horeca, les secteurs du tourisme et des soins de santé, ni les services financiers et d'assurances.

Malgré les différents éléments qui montrent que l'adaptation des prix attractifs à l'euro n'a pas nécessairement impliqué des hausses de prix, la perception des consommateurs est tout autre. Selon l'enquête de la CE de janvier 2002, 67,3 p.c. des résidents de la zone euro et 63,4 p.c. des Belges ont le sentiment que la conversion des prix s'est déroulée à leur désavantage. Ce niveau est fort proche du pourcentage des personnes qui exprimaient des craintes d'abus lors du dernier sondage qui a précédé le basculement – soit 65 p.c. pour la zone euro et 60 p.c. pour la Belgique. Le sentiment que la conversion des prix en euro a été neutre, c'est-à-dire que les arrondis à la hausse et les arrondis à la baisse se compensent, est partagé par environ un tiers des personnes interrogées en Belgique, contre 28,5 p.c. dans la zone euro.

GRAPHIQUE 5 – PERCEPTION DES CONSOMMATEURS EN MATIERE D'ARRONDIS LORS DE LA CONVERSION EN EURO

(pourcentages du total)



Source : CE.

1.3 REGROUPEMENT DE CHANGEMENTS DE PRIX NON LIES A L'INTRODUCTION DE L'EURO

Etant donné l'existence de coûts fixes liés aux changements de prix, le passage à l'euro, qui a contraint toutes les entreprises à changer leurs prix, aurait pu entraîner un regroupement, pendant la période du basculement, de changements de prix non liés à l'introduction de l'euro. Un tel comportement permet en effet de minimiser les coûts de la modification des prix, souvent appelés coûts de menu¹.

Les modifications de prix d'un mois à l'autre sont – après corrections des variations saisonnières – restées relativement stables pendant la période 1995-2000, autour de 18 p.c., puis sont devenues plus nombreuses en 2001. Cette progression est dans l'ensemble attribuable aux produits alimentaires et énergétiques, qui ont été encore plus volatils qu'habituellement, en raison des chocs qui les ont affectés. Pour les

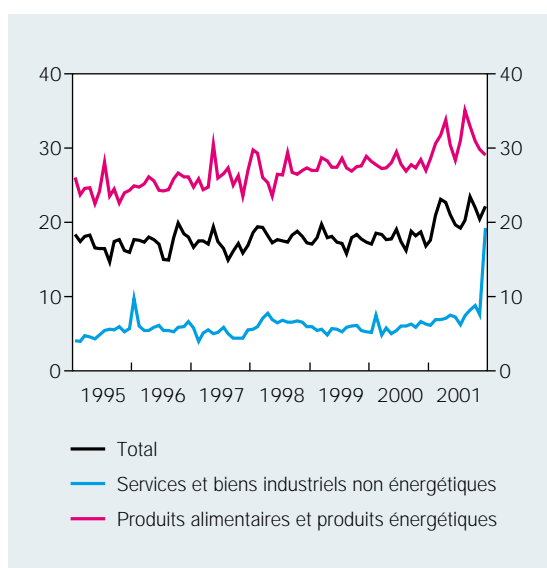
services et les biens industriels non énergétiques, par contre, les modifications de prix sont restées stables jusqu'à la mi-2001 à un niveau relativement bas et comparable aux années antérieures. Ensuite, une augmentation limitée a été observée, suivie d'une augmentation importante en décembre 2001, ce qui tend à soutenir l'hypothèse d'un regroupement des changements de prix.

Cependant, pour confirmer l'hypothèse d'un regroupement des changements de prix, il est également nécessaire de vérifier si la hausse du nombre des modifications de prix – qui a débuté à la fin de 2001 pour se poursuivre probablement au début de 2002 – a été suivie par un ralentissement plus tard au cours de l'année 2002.

2. TENTATIVE D'ESTIMATION DE L'EFFET DE L'INTRODUCTION DE L'EURO SUR L'INFLATION

GRAPHIQUE 6 – MODIFICATIONS DE PRIX PAR RAPPORT AU MOIS PRECEDENT – SERIES DESSAISONNISEES

(pourcentages du total)



Sources : MAE, BNB.

L'estimation de l'effet de l'introduction de l'euro fiduciaire sur l'inflation est délicate, essentiellement parce qu'il est presque impossible de distinguer ces effets des facteurs plus traditionnels qui sont à l'origine des hausses de prix. L'enquête euro de janvier 2002 montre que l'effet à la hausse de l'introduction de l'euro sur le niveau général des prix serait resté limité, mais elle permet également de mettre davantage en perspective le problème d'identification précité.

2.1. IDENTIFICATION DES SOURCES DE HAUSSES DE PRIX

Plus de 85 p.c. des entreprises qui ont participé à l'enquête de janvier 2002 ont déclaré que l'introduction de l'euro ne s'est pas accompa-

¹ Par analogie à l'adaptation nécessaire des menus dans les restaurants.

gnée d'une hausse des prix de vente. Lorsque cela a néanmoins été le cas, les facteurs liés à l'introduction de l'euro, c'est-à-dire les arrondis vers des prix attractifs en euro et la répercussion des coûts du passage à l'euro, semblent avoir exercé un effet relativement limité. En effet, classés par ordre d'importance, ces facteurs se retrouvent respectivement en quatrième et en sixième position, nettement derrière d'autres facteurs, tels que la hausse des coûts salariaux ou celle des prix d'achat. Toutefois, dans le commerce de détail, les raisons évoquées pour les hausses de prix sont en premier lieu l'augmentation des prix d'achat, directement suivie par les arrondis vers des prix attractifs en euro et la répercussion des coûts du passage à l'euro. Néanmoins, seulement 12 p.c. des entreprises de cette branche ont mentionné avoir pratiqué des hausses de prix.

2.2 EVOLUTION RECENTE DES PRINCIPALES COMPOSANTES DE L'IPCH

L'inflation s'est fortement accélérée entre décembre 2001 et janvier 2002, tant en Belgique que dans la zone euro. Ce mouvement est attribuable en premier lieu aux évolutions des prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques. Dans le premier cas, les hausses

résultent de mauvaises conditions climatiques en Europe qui ont fait bondir les prix des légumes. Dans le deuxième cas, l'accélération observée est le résultat d'un effet de base, c'est-à-dire la baisse prononcée des prix des produits énergétiques en janvier 2001. D'ailleurs, ces produits ont également contribué à une accélération de l'inflation en janvier 2002 dans des pays européens qui ne font pas partie de la zone euro. Eurostat a estimé que l'effet du basculement vers l'euro sur l'accroissement de l'IPCH de la zone entre décembre 2001 et janvier 2002 est vraisemblablement compris entre 0,0 et 0,16 point de pourcentage. En Belgique, étant donné la plus grande importance relative des deux catégories de produits citées, l'effet sur l'IPCH de janvier semble se situer dans une fourchette plus étroite encore. L'inflation est restée relativement élevée en février et mars pour reculer jusqu'à 1,7 p.c. en avril. Ces évolutions sont décrites dans l'article «L'économie belge en 2002».

Pour évaluer l'effet de l'introduction de l'euro sur l'inflation, une analyse plus détaillée s'impose, en premier lieu pour les cinq grandes composantes de l'IPCH et, lorsque cela s'avère nécessaire, au niveau des produits. A cette fin, certains produits ont été sélectionnés sur la base d'indications d'importantes hausses de prix au cours du second semestre de 2001. Ces indications concernaient souvent des produits déjà signalés

TABLEAU 1 – INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION HARMONISE

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

	Belgique	Zone euro	Danemark	Royaume-Uni
Décembre 2001	2,0	2,0	2,1	1,0
Janvier 2002	2,6	2,7	2,5	1,6
Accélération de l'inflation entre décembre 2001 et janvier 2002	0,7	0,7	0,4	0,6
dont contribution de:				
Produits alimentaires non transformés	0,3	0,2	0,1	0,1
Produits énergétiques	0,4	0,3	0,1	0,3
Autres facteurs	0,2	0,2	0,2

Sources: CE, BNB.

par l'Inspection économique du MAE dans ses enquêtes.

Produits alimentaires non transformés

L'évolution des prix des produits alimentaires non transformés après janvier 2002 suggère que la forte hausse du début de l'année était de nature temporaire. Une hausse substantielle de ces prix avait déjà été observée pendant l'année 2001, essentiellement en raison de la crise dans le secteur de la viande et des mauvaises récoltes pour les fruits et les légumes à la suite de conditions climatiques défavorables pendant l'été et l'automne. De plus, le profil de l'évolution de la part des prix attractifs pour cette composante suggère que la hausse des prix observée en 2001 a précédé l'adaptation des prix attractifs. Ces observations permettent de conclure que la hausse des prix des produits alimentaires non transformés n'a été que peu ou pas liée au passage à l'euro.

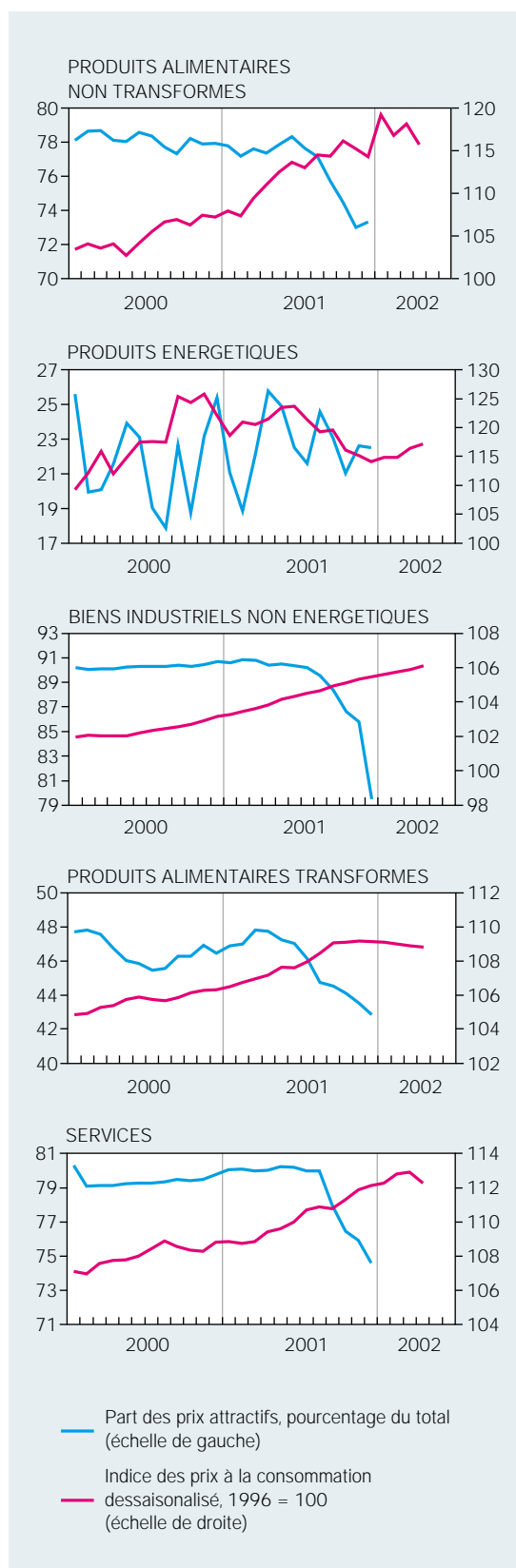
Produits énergétiques

Les prix des produits énergétiques n'ont quasiment pas varié pendant la période du passage à l'euro. L'accélération des prix des produits énergétiques en mars et avril 2002 est pour sa part attribuable au renchérissement du prix du pétrole brut. En outre, il est peu probable que pour cette catégorie de produits, l'évolution des prix ait été influencée par le passage à l'euro. Les dispositions prises par le Comité de contrôle de l'électricité et du gaz, ainsi que l'obligation d'indiquer le prix du litre d'essence ou de diesel au moyen de trois décimales et celui du mazout de chauffage à l'aide de quatre décimales, garantissent en effet une conversion pratiquement neutre. De plus, la pratique des prix attractifs est peu observée dans le secteur de l'énergie.

Biens industriels non énergétiques

Malgré une baisse substantielle du nombre de prix attractifs en franc au cours du second

GRAPHIQUE 7 – EVOLUTION DES PRIX



Source : MAE, BNB, CE.

semestre de 2001, le rythme d'accroissement de l'indice des biens industriels non énergétiques, hors effets saisonniers, s'est ralenti au cours de la période du passage à l'euro. Entre avril et octobre 2001, ils avaient augmenté de 1,2 p.c., alors qu'entre octobre 2001 et avril 2002 la hausse a été de 0,9 p.c. Ces hausses de prix ne sont pas exceptionnelles, surtout si l'on tient compte du fait que, précédemment, les prix à l'importation et les prix à la production industrielle avaient fortement augmenté, à la suite de la dépréciation de l'euro et de la hausse du prix du pétrole au cours de 2000. Par conséquent, il semble peu probable que, pour cette catégorie de produits également, le passage à l'euro ait entraîné un effet notable. En particulier, les hausses de prix enregistrées en 2001 pour les livres et les journaux semblent avoir été fortement influencées par l'augmentation du prix du papier, plutôt que par un changement de stratégie de fixation des prix attractifs. Il en va de même pour le prix des chaussures qui a été fortement influencé par le prix du cuir.

Produits alimentaires transformés

Les prix des produits alimentaires transformés n'ont pas augmenté pendant la période de transition. Par ailleurs, la proportion de prix attractifs est relativement peu élevée, et l'évolution de celle-ci semble dissociée de l'évolution des prix. Dans le cas contraire, les prix auraient continué à augmenter à mesure que la part des prix attractifs diminuait au cours du dernier trimestre de 2001. Les hausses de prix enregistrées pendant l'été de 2001 proviennent donc principalement d'autres facteurs, ce que confirme une analyse plus détaillée. Ainsi, le prix du pain a augmenté à la suite de la hausse du prix réglementé du pain le 6 juillet 2001. Cette hausse était justifiée par l'évolution des coûts, notamment le prix de la farine et les coûts salariaux. Les prix des produits laitiers ont augmenté à la suite des difficultés rencontrées dans le secteur de l'élevage bovin. Il n'est en revanche pas à exclure qu'une certaine partie de la hausse

de prix observée pour le tabac¹ et pour le chocolat² soit à mettre en relation avec l'introduction de l'euro.

Services

L'indice des prix des services a fortement augmenté au cours de l'année 2001. Une partie de cette hausse a manifestement coïncidé avec le processus d'ajustement des prix attractifs. En février 2002, l'indice des prix des services a encore progressé considérablement. Ceci semble indiquer un effet relativement important lié au passage à l'euro. D'autres facteurs ont cependant également exercé une influence. Ainsi, les services sont la composante de l'IPCH la plus fortement influencée par l'évolution des coûts salariaux, même si c'est généralement avec un certain décalage. Or, la croissance observée en ce domaine depuis 1999 est nettement plus élevée qu'au cours des années précédentes. D'autres facteurs de coûts ont peut-être aussi joué un rôle. Ainsi, le renchérissement du pétrole, au cours de 2000, a exercé après un certain délai une influence sur l'inflation des services de voyage et de transport et a entraîné une augmentation des coûts de chauffage des entreprises de services.

Cependant, il existe des indications selon lesquelles l'évolution des prix à la consommation observée en 2001 pour certains services ne peut être qu'en partie attribuable aux variations

¹ Le prix des cigarettes a augmenté deux fois en 2001. Le choix des nouveaux prix laisse supposer que cette augmentation a été inspirée par l'introduction de l'euro et que les nouveaux prix ont d'abord été fixés en euro (3,20 euros pour un paquet de 20 cigarettes et 3,70 euros pour un paquet de 25 cigarettes). Ces prix sont à la fois attractifs et adaptés aux distributeurs automatiques, qui n'acceptent pas les pièces de 1 et 2 centimes. Convertis en franc, ces prix correspondent à 129 et 149 francs, ce qui explique pourquoi, notamment pour un paquet de 25 cigarettes, le prix a été affiché initialement comme 149 francs/3,70 euros, alors que la conversion du prix en franc vers l'euro donne 3,69 euros. Après une polémique, ce prix a été converti exactement (149 francs/3,69 euros), mais dès qu'un seul prix sera affiché, le paquet de 25 cigarettes coûtera 3,70 euros.

² En effet, la hausse significative du prix du cacao, répercutée dans les prix à la production, n'explique que partiellement la hausse du prix du chocolat, alors que la part des prix attractifs a diminué considérablement.

TABLEAU 2 – PRODUITS AYANT FAIT L'OBJET DE FORTES HAUSSES DE PRIX EN 2001

	Pondération en p.c.	Prix à la consomma- tion ¹	Prix à la production ¹	Autres indicateurs de prix et de coûts ²	Part des prix attractifs en franc en p.c.			
					Janvier 2001	Décembre 2001	Différence	
Biens industriels non énergétiques								
Livres et journaux	2,08	4,2	5,7 ³		72 ⁴	77 ⁴	+5 ⁴	
Chaussures	1,40	2,7	4,2		100	97	-3	
Produits alimentaires transformés								
Pain	2,66	5,3	4,4	2,5 ⁵	48	43	-5	
Lait entier	0,21	7,6	} 2,2 ⁶	} 20,3 ⁷	37	14	-23	
Fromage	1,19	2,2			65	60	-5	
Beurre	0,22	1,2			52	29	-23	
Chocolat	1,38	8,6	5,7	33,9 ⁸	43	20	-23	
Tabac	1,32	4,6		1,4 ⁹	1	97	+96	
Services								
Hôtels, cafés et restaurants	6,63	3,7			95	88	-7	
dont :								
<i>Boissons non alcoolisées</i>								
Eau minérale dans un café	0,11	4,8	} 0,8		99	89	-10	
p.m. Eau minérale dans un magasin		3,5				15	25	+10
Coca Cola dans un café	0,12	4,5				99	90	-9
p.m. Coca Cola dans un magasin		1,7				12	47	+35
<i>Café</i>								
Expresso dans un café	0,07	3,8		} -5,5 ¹⁰	99	85	-14	
p.m. Café dans un magasin		-7,6				56	31	-25
<i>Bière</i>								
Bière dans un café	0,63	4,8	} 8,8		96	88	-8	
p.m. Bière dans un magasin		2,2				32	48	+15
<i>Repas</i>								
Steak frites dans un restaurant	0,72	3,3	} 9,6 ¹¹		100	95	-5	
p.m. Steak dans un magasin		1,9				82	71	-11
Salons de coiffure et esthétique personnelle ..	1,23	3,8			97 ¹²	89 ¹²	-8 ¹²	
Piscines	0,15	5,3			100	90	-10	

Sources: MAE, INS, CEA, FMI, BNB.

¹ Pourcentages de variation entre janvier et décembre 2001, sauf mention contraire.² Pourcentages de variation.³ Industrie du papier et du carton, édition et imprimerie, février – décembre 2001.⁴ Romans uniquement.⁵ Prix à la consommation pour la farine, décembre 2000 – décembre 2001.⁶ Fabrication de produits laitiers, février – décembre 2001.⁷ Prix payé aux producteurs de lait, avril – décembre 2001.⁸ Prix des grains de cacao, janvier – décembre 2001.⁹ Prix des matières premières pour le tabac, janvier – décembre 2001.¹⁰ Prix des matières premières pour le café, janvier – décembre 2001.¹¹ Industrie des viandes.¹² Coupe.

de coûts. Ceci semble le cas pour les rubriques « Hôtels, cafés et restaurants »¹, « Salons de coiffure et esthétique personnelle » et « Piscines ». De plus, l'évolution des prix de quatre autres services semble influencée de manière significative par l'introduction de l'euro à partir de janvier 2002. Il s'agit des rubriques : « Services domestiques et autres services pour l'habitation », « Nettoyage à sec, réparation et location de vêtements », « Réparation des appareils ménagers » et « Entretien et réparation de véhicules personnels ».

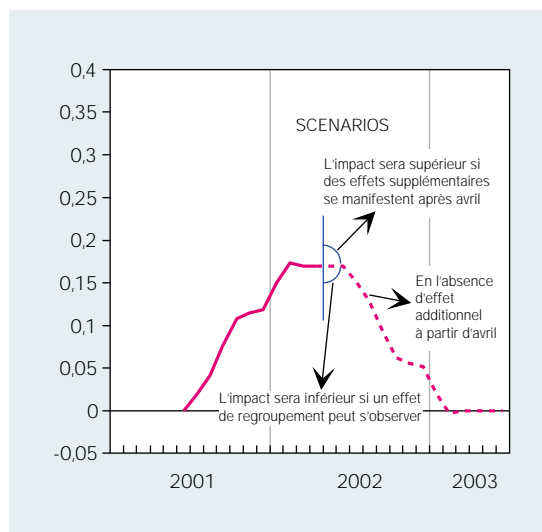
2.3 UN EFFET RELATIVEMENT LIMITE JUSQU'A PRESENT

Au total neuf rubriques, qui représentent environ 11 p.c. de l'IPCH, semblent avoir été influencées de façon nette par l'introduction de l'euro fiduciaire. Etablir une telle liste reste bien sûr un exercice délicat dont le résultat est à prendre avec précaution.

Etant donné que la hausse des prix de ces produits n'est pas entièrement due à l'introduction de l'euro, une partie seulement de la contribution de ces produits à l'inflation totale depuis juin 2001 a été prise en compte lors de la tentative d'estimation de l'effet de l'introduction de l'euro fiduciaire sur l'inflation. Cette partie a été définie comme celle qui dépasse 2,5 p.c. en termes annuels – taux d'inflation qui peut être considéré comme normal pour ces produits. Sous ces hypothèses, l'effet de l'introduction de l'euro sur l'inflation se serait accru pendant la période juin – octobre 2001 et aurait augmenté à nouveau en janvier et février 2002. En avril 2002,

GRAPHIQUE 8 – TENTATIVE D'ESTIMATION DE L'EFFET EURO¹

(contributions à l'inflation totale en pourcentages)



Source : BNB.

¹ Sous l'hypothèse que pour les neuf produits sélectionnés la partie de la hausse des prix supérieure à 2,5 p.c. soit entièrement attribuable à l'introduction de l'euro.

il s'élèverait à 0,18 point de pourcentage, ce qui reste relativement faible.

En l'absence d'effets additionnels à partir du mois d'avril 2002, l'effet ainsi calculé devrait disparaître progressivement des chiffres de l'inflation : à moyen terme il n'y aurait plus d'incidence sur l'inflation, mais le niveau des prix resterait légèrement affecté.

Si parallèlement à l'abandon progressif du double affichage, des effets supplémentaires se manifestent dans les mois à venir, ceux-ci s'ajouteraient aux effets déjà observés et l'inflation serait affectée un peu plus longtemps.

Si l'hypothèse d'un regroupement de prix se vérifiait, l'effet initial à la hausse serait compensé par un effet à la baisse. En effet, un regroupement de hausses de prix correspond simplement à un déplacement dans le temps de modifications de prix qui auraient de toute façon été opérées. Dans ce cas, le niveau des prix ne serait pas affecté à moyen terme.

¹ Si les hausses de prix des produits alimentaires, commentées plus haut, ainsi que la forte augmentation du prix à la production industrielle de la bière en 2001 ont incontestablement influencé l'évolution des prix à la consommation observée dans cette branche d'activité, il est frappant d'observer une évolution divergente des prix pour les mêmes produits selon qu'ils sont consommés dans l'Horeca ou vendus en magasin. Ces évolutions sont par ailleurs allées de pair avec une diminution de la part des prix attractifs en franc dans l'Horeca.

3. DOUBLE AFFICHAGE DES PRIX

Le double affichage a favorisé la neutralité du passage à l'euro fiduciaire et a assuré une plus grande transparence pendant la période de conversion. Cependant, au fur et à mesure que les consommateurs se familiarisent avec la nouvelle monnaie, il est probable que le double affichage soit progressivement abandonné.

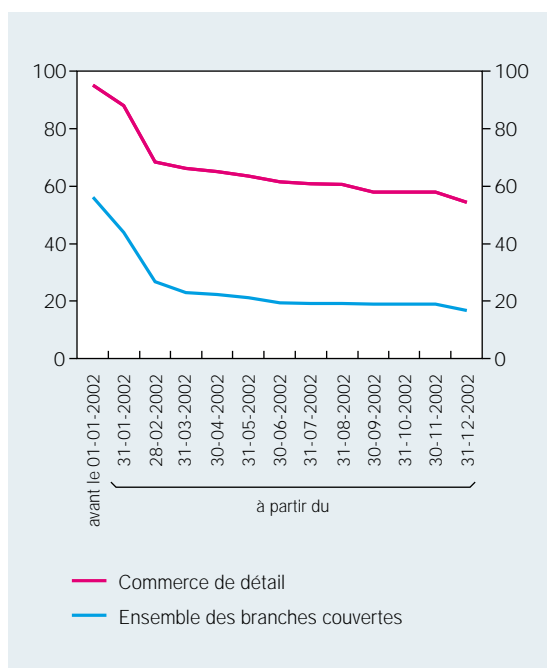
Selon l'enquête de janvier 2002, le double affichage semble avoir été appliqué à plus de 95 p.c. lors du passage à l'euro dans le commerce de détail, résultat conforme aux intentions exprimées lors de l'enquête d'octobre 2001 et aux informations en matière de double affichage fournies par l'Inspection économique du MAE. Près de 30 p.c. des entreprises du commerce de détail déclaraient envisager d'abandonner le double affichage au plus tard à la fin de la

période de double circulation, le 28 février 2002. Par la suite, les intentions exprimées laissent supposer une proportion de double affichage en légère décroissance. Cependant, ce résultat contient une certaine incertitude puisque environ la moitié des entreprises qui appliquaient le double affichage lors du passage à l'euro ne savaient pas jusqu'à quand elles afficheraient les deux prix. En ce qui concerne les entreprises encore hésitantes, diverses décisions prises fin mars et début avril semblent indiquer un prolongement de la période de double affichage jusqu'à la fin de l'année, notamment dans la grande distribution.

Pour l'ensemble des branches, environ 56 p.c. des entreprises ayant participé à l'enquête de janvier déclarent avoir appliqué le double affichage lors du passage à l'euro. En janvier 2002, un quart des entreprises pratiquant le double affichage ne savait pas encore jusqu'à quand celui-ci serait maintenu, mais l'abandon du franc comme référence semble surtout rapide dans les branches qui ont peu de relations directes avec les consommateurs.

GRAPHIQUE 9 — INTENTIONS EN MATIERE D'ABANDON PROGRESSIF DU DOUBLE AFFICHAGE¹

(taux de double affichage, enquête de janvier 2002)



Source : BNB.

¹ Voir la note du graphique 1.

CONCLUSION

Les divers canaux par lesquels le passage à l'euro fiduciaire peut exercer des effets sur l'inflation ont été examinés au moyen des données les plus récentes, notamment celles de l'enquête menée par la Banque en janvier 2002. Cette analyse a confirmé les constatations faites précédemment, selon lesquelles il existe peu de motifs pour supposer que le passage à l'euro ait exercé un effet important à la hausse sur le niveau général des prix. Les coûts que ce passage a entraînés pour les entreprises sont plutôt limités, de sorte que la répercussion éventuelle de ces coûts sur les prix semble peu importante.

Le canal de l'adaptation des prix attractifs et des arrondis est généralement considéré comme

la source potentiellement la plus importante d'effets sur les prix. Toutefois, de nombreux éléments indiquent que l'ajustement des prix attractifs, qui dans le commerce de détail serait déjà achevé à 80 p.c. en avril 2002, a été neutre dans une large mesure.

Toutefois, pour certaines catégories de produits, le passage à l'euro aurait effectivement entraîné des hausses de prix. Globalement, l'effet de l'euro sur l'inflation totale serait néanmoins resté limité à 0,2 point de pourcentage en avril 2002. L'analyse a cependant également montré que pareille estimation est inévitablement entachée d'une grande marge d'imprécision, les effets du passage à l'euro ne pouvant être facilement distingués des autres facteurs qui sont à l'origine des ajustements de prix.

Il n'est pas à exclure que d'autres effets du changeover se concrétisent dans les mois à venir. Il se pourrait toutefois aussi que d'ici quelques mois l'inflation soit plutôt inférieure à son rythme « normal », parce que le changeover a pu précipiter certaines adaptations de prix, afin précisément de les faire coïncider avec le passage à l'euro. A plus long terme, on peut s'attendre à ce que l'introduction de l'euro entraîne une plus grande transparence des prix, ce qui, toutes choses étant égales par ailleurs, devrait exercer une pression à la baisse sur le niveau des prix.

Lors du passage à l'euro, le double affichage des prix a été largement appliqué dans le commerce de détail et, selon l'enquête de la Banque, il ne devrait disparaître que progressivement. Cet élément a incontestablement contribué à la quasi-neutralité du basculement.

EFFETS DU PASSAGE A L'EURO FIDUCIAIRE SUR LA DEMANDE DE MONNAIE

Le passage à l'euro fiduciaire, qui a parachevé le processus d'intégration monétaire européenne, a constitué un événement sans précédent en Belgique et dans la zone euro. Le stock entier de monnaie fiduciaire (billets et pièces) en circulation a été remplacé et l'euro est devenu l'unité de compte pour l'ensemble des transactions. Cet article expose de quelle manière la demande de monnaie et, plus particulièrement, la demande de billets ont été affectées par la perspective de cette mutation au cours de l'année 2001, dans la zone euro et en Belgique. Il tente aussi d'estimer les éventuelles conséquences à plus long terme sur certains déterminants de la demande de billets. Un bref aperçu de l'importance relative de la monnaie fiduciaire dans les pays de la zone euro est présenté en introduction.

1. IMPORTANCE RELATIVE DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO

Pour la zone euro dans son ensemble, en 2000, l'encours moyen de l'agrégat monétaire M3, qui comprend un vaste ensemble d'actifs liquides détenus par les résidents de la zone, s'est établi à 4.792,2 milliards d'euros, que l'on peut comparer aux 6.428,6 milliards d'euros que représentait le PIB à prix courants la même année, soit un coefficient de liquidité, inverse de la vitesse de circulation, de 75 p.c. La monnaie au sens large, mesurée par M3, a crû plus rapidement que le PIB nominal au cours des vingt dernières années: en 1980, ce coefficient était inférieur à 60 p.c. Toutes les composantes de M3 n'ont cependant pas enregistré la même évolution. Ainsi, entre 1980 et 2000, la part de la monnaie

fiduciaire dans M3 s'est réduite, revenant de 9,2 p.c. à 7,1 p.c., sous l'effet du développement d'actifs rémunérateurs et cependant très liquides, ainsi que de l'utilisation plus intensive des moyens de paiement électroniques. Celle-ci explique la diminution de la part de la monnaie fiduciaire dans M1, regroupant l'ensemble des actifs immédiatement disponibles pour régler des paiements, qui est revenue de 23 p.c. en 1980 à 16,9 p.c. en 2000. Rapportée au PIB nominal, la monnaie fiduciaire est demeurée à un niveau assez stable, aux alentours de 5 p.c., au cours des vingt dernières années. La détention d'encaisses par tête a augmenté régulièrement avec le niveau de vie pour s'établir à 1.115 euros en 2000.

L'importance de la monnaie fiduciaire par rapport au PIB nominal et au nombre d'habitants varie sensiblement parmi les pays de la zone

**TABEAU 1 – IMPORTANCE RELATIVE DE LA MONNAIE
FIDUCIAIRE DANS LES PAYS
DE LA ZONE EURO EN 2000**

	Billets et pièces par tête (euros)	Billets et pièces / PIB (pourcentages)
Zone euro	1.115	5,3
Allemagne	1.524	6,2
Autriche	1.393	5,5
Espagne	1.349	8,8
Italie	1.113	5,5
UEBL	1.061	4,2
Irlande	1.046	3,8
Pays-Bas	1.036	4,1
France	735	3,1
Grèce	643	5,5
Portugal	497	4,3
Finlande	473	1,9

Sources: BCE, Eurostat.

euro. L'Allemagne, l'Autriche et l'Espagne sont toutes trois caractérisées par un ratio monnaie fiduciaire/PIB et surtout un encours de monnaie fiduciaire par habitant nettement supérieurs à la moyenne européenne. Dans le cas de l'Allemagne, le stock de monnaie fiduciaire est gonflé par une demande étrangère importante, en raison de la stabilité du mark allemand et de l'utilisation des billets allemands dans les pays d'Europe centrale et orientale¹. En raison de la proximité géographique, il se peut que ce soit également le cas du schilling autrichien, quoique dans une moindre mesure. En ce qui concerne l'Espagne, la forte demande reflète d'abord les préférences des résidents pour les paiements en argent liquide. La taille de l'économie informelle² joue probablement aussi un rôle.

L'Italie, l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL)³, l'Irlande et les Pays-Bas forment un second groupe, où la valeur des billets et pièces rapportée au nombre d'habitants est assez élevée. En Italie, l'augmentation de la demande d'encaisses par le public est récente, sans doute

attribuable à des taux d'intérêt nominaux et une inflation nettement inférieurs aux normes historiques. En Irlande aussi, le stock de monnaie fiduciaire a fortement augmenté au cours de la période récente, parallèlement à la vigoureuse expansion économique, de sorte que l'encaisse par habitant s'est accrue, alors que le rapport entre les billets et pièces et le PIB n'a pratiquement pas varié. En UEBL et aux Pays-Bas, la demande d'encaisses est relativement forte depuis plus longtemps.

En France, en Grèce, au Portugal et en Finlande, la demande de billets par tête est nettement

¹ Les données relatives à la monnaie fiduciaire en circulation sont calculées à l'exclusion des encaisses des institutions financières monétaires résidentes ; en revanche, il n'est pas possible d'exclure les encaisses détenues à l'étranger, faute d'informations suffisantes.

² Selon Schneider (2000), la Grèce, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Belgique figurent parmi les pays de l'OCDE où la taille de l'économie informelle est la plus importante. Schneider F. et D.H. Ernste, *Shadow Economies: Size, Causes, and Consequences*, Journal of Economic Literature, Vol. 38, mars 2000, pp. 77-114.

³ Etant donné les dispositions de l'association monétaire entre la Belgique et le Luxembourg, qui prévoyaient notamment que les billets belges avaient cours légal au Grand-Duché, les deux pays sont considérés conjointement.

TABLEAU 2 – PART DES DIFFERENTES COUPURES DANS L'ENCOURS DES BILLETS EMIS DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO¹ EN JANVIER 2001

(pourcentages)

Coupures :	supérieures à 50 EUR	supérieures à 10 et inférieures à 50 EUR	inférieures à 10 EUR
Allemagne	86	8	6
Autriche	83	6	11
Italie	79	16	5
Espagne	60	37	3
Belgique	52	45	3
Pays-Bas	48	49	3
France	48	49	3
Finlande	39	54	7
Grèce	0	94	6
Portugal	0	84	16

Source : BCE.

¹ A l'exception de l'Irlande et du Luxembourg.

plus faible que la moyenne européenne. Dans le cas de la Grèce et du Portugal, ceci s'explique en partie par le niveau relativement bas du PIB par habitant.

Les pays où l'encours de monnaie fiduciaire est supérieur à la moyenne de la zone euro sont en général ceux qui disposent des billets à valeur faciale la plus élevée. La gamme des coupures est sans doute une réponse à la demande du public, mais, inversement, la disponibilité de billets de valeur importante a peut-être aussi contribué à entretenir celle-ci.

2. EVOLUTION DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE DANS LA ZONE EURO EN 2001

2.1 UNE FORTE CONTRACTION

En 2001, l'encours de la monnaie fiduciaire dans la zone euro a subi une contraction sans précédent. Entre la fin de 2000 et la fin de 2001, il s'est réduit de 31,3 p.c. En termes dessaisonnalisés, la chute a été de 14,7 milliards d'euros au premier semestre et s'est ensuite accentuée, pour atteindre 20,7 milliards au troisième trimestre et 75,8 milliards au quatrième trimestre.

Le recul a été observé dans l'ensemble des pays de la zone euro, mais dans des proportions variables. Les pays où la réduction de l'encours a été la plus précoce et la plus marquée sont caractérisés à la fois par une grande importance relative de la monnaie fiduciaire et par la présence de grosses coupures dans la gamme de billets: il s'agit de l'Allemagne, de l'Autriche et des pays du Benelux. Le passage à l'euro fiduciaire a mis ainsi en lumière l'ampleur de l'utilisation de la monnaie fiduciaire en tant que réserve de valeur par les résidents et l'importance de la détention des billets et pièces de la zone euro par des non-résidents.

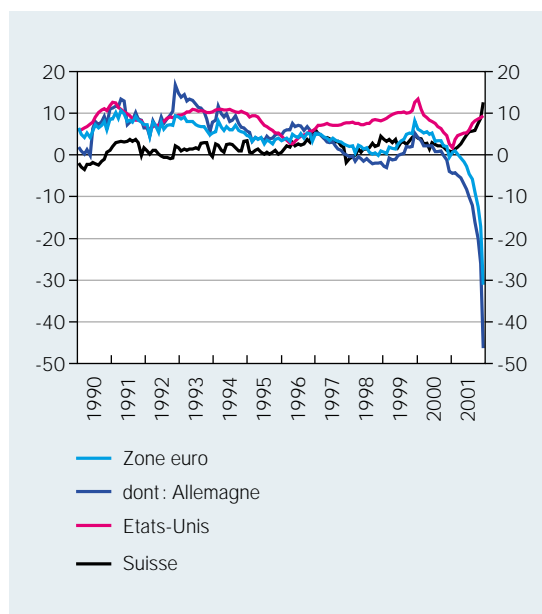
2.2 LES CONTREPARTIES

Les détenteurs de billets disposent de plusieurs moyens pour se défaire des encaisses thésaurisées: acquisition de billets étrangers, d'autres actifs monétaires, d'actifs financiers à plus long terme, de biens de consommation ou immobiliers. Dans les cas d'achats, les vendeurs peuvent à leur tour opter pour un placement ou réduire leurs dettes. Le canal de conversion utilisé peut donner une indication sur les effets à plus long terme de l'introduction de la nouvelle monnaie. Les détenteurs d'encaisses désireux de revenir aux espèces à l'issue de l'introduction de la nouvelle monnaie devraient donner la préférence aux actifs les plus liquides; par contre, si les encaisses sont dépensées ou placées à long terme, la demande de billets risque d'être affectée de façon plus permanente.

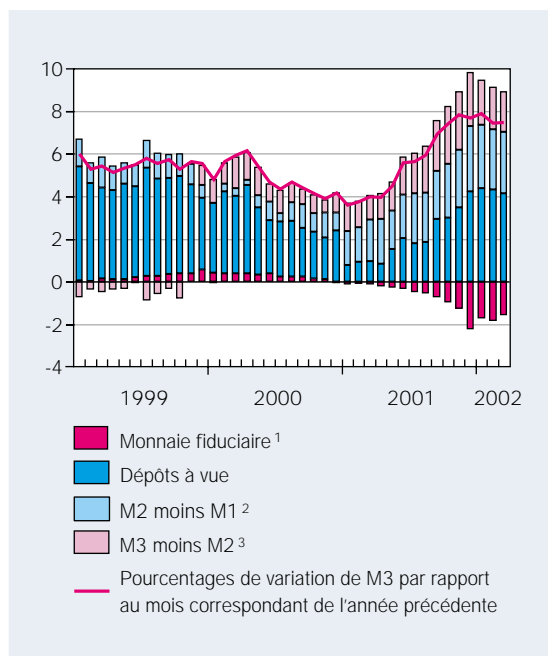
En ce qui concerne la conversion vers des billets libellés en monnaies étrangères, une compa-

GRAPHIQUE 1 – MONNAIE FIDUCIAIRE EMISE PAR DIFFERENTS PAYS

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



Sources : BCE, BRI.

GRAPHIQUE 2 – M3 ET SES COMPOSANTES DANS LA ZONE EURO*(contribution à la variation de M3, pourcentages)*

Source : BCE.

¹ Y compris la monnaie fiduciaire détenue par les non-résidents.² Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois.³ Autres engagements à court terme des institutions financières monétaires vis-à-vis des résidents de la zone euro, tels que les instruments négociables.

raison du taux de croissance de la monnaie fiduciaire en circulation illustre une évolution divergente depuis le début de 2001 entre les monnaies de la zone euro et le dollar des Etats-Unis et, surtout, le franc suisse¹. Même si la demande d'encaisses peut être sujette à des fluctuations importantes, qui ne sont pas toujours expliquées, ce pourrait être le signe d'un basculement d'une partie de la demande de billets de la zone euro vers ces deux devises.

La conversion a pu se faire vers d'autres actifs financiers, en particulier les actifs liquides inclus dans M3. Principaux substituts de la monnaie

fiduciaire à des fins de transaction, les dépôts à vue ont enregistré des taux de croissance élevés en 2001, malgré une faible croissance économique. De cette manière, ils ont contribué de manière positive et croissante à la progression de M3, amortissant la contribution de plus en plus négative de la monnaie fiduciaire. La croissance des dépôts à court terme inclus dans M2 s'est aussi notablement redressée, alors que les taux créditeurs des dépôts à terme ont substantiellement baissé et que ceux des dépôts d'épargne sont restés quasiment stables en 2001. Toutefois, l'attrait des actifs liquides à revenu fixe a aussi été renforcé par l'incertitude conjoncturelle et le climat boursier morose et volatil.

A l'instar de la BCE, on peut conclure que le passage à l'euro fiduciaire a eu un effet globalement limité sur l'agrégat monétaire M3, mais qu'il en a affecté la composition sous la forme d'un transfert des billets vers les dépôts à vue et les dépôts à court terme.

Enfin, la réduction des encaisses a pu se traduire par un surcroît de consommation et d'investissement des ménages. Un exercice d'évaluation est malaisé car l'on ne dispose pas de données précises à ce sujet, mais seulement d'anecdotes relatives au commerce de luxe, au marché de l'art ou à l'achat de secondes résidences à l'étranger.

3. EVOLUTION DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE EN BELGIQUE EN 2001

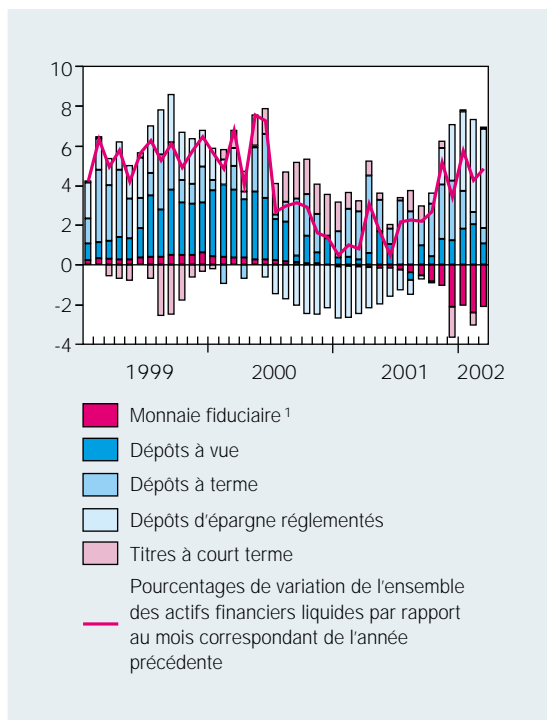
3.1 EVOLUTION ET CONTREPARTIES

En Belgique, l'encours de la monnaie fiduciaire s'est réduit de 4,8 milliards d'euros entre la fin de 2000 et la fin de 2001, ce qui correspond à une contraction de 40,2 p.c., nettement supérieure à la moyenne de la zone euro.

¹ Les billets britanniques en circulation n'ont pas enregistré de croissance significative en 2001.

GRAPHIQUE 3 – ACTIFS FINANCIERS LIQUIDES EMIS PAR LES INSTITUTIONS FINANCIERES MONETAIRES ET DETENUS PAR LES RESIDENTS BELGES

(contribution à la variation totale, pourcentages)



Source : BNB.

¹ Y compris la monnaie fiduciaire détenue par les non-résidents.

Au cours des trois premiers trimestres de 2001, plusieurs éléments indiquent qu'il s'agissait surtout de la liquidation d'encaissements thésaurisés. D'une part, la réduction de l'encours concernait surtout les grosses coupures: en septembre 2001, le taux de variation annuelle de l'encours des billets de 10.000 francs s'établissait déjà à -14,9 p.c., alors que pour l'ensemble des autres coupures, la baisse n'était que de 3,5 p.c. D'autre part, cette évolution s'accompagnait d'une progression des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue, alors que les conditions de rémunération de ceux-ci devenaient moins intéressantes, et, à partir du deuxième trimestre, d'un redressement de la croissance des dépôts d'épargne. Ceci laisse supposer que les billets rentrés ont transité – au moins temporairement – par ce type de placements.

A la fin de l'année s'est effectué le retour des encaisses de transaction, caractérisé par une rentrée des grosses et petites coupures indistinctement et un transfert légèrement plus marqué vers les comptes à vue. Toutefois, en comparaison de ce qui a été observé ailleurs dans la zone euro, le report vers ces derniers semble avoir été moins prononcé.

3.2 RETOUR DES BILLETS BELGES DE L'ETRANGER

Une partie des billets belges en circulation était manifestement localisée en dehors des frontières, comme en témoigne le retour de billets belges à la Banque au titre de l'article 52 des statuts du SEBC. En vertu de cet article, les banques centrales de la zone euro devaient assurer l'échange des billets d'autres Etats membres de la zone euro au taux officiel de conversion. Les banques centrales participantes étaient tenues de fournir un tel service elles-mêmes ou de désigner un agent pour l'accomplir en leur nom. Les billets ainsi récoltés étaient renvoyés périodiquement à la banque centrale émettrice.

En 2001, les billets belges rentrés à la Banque par ce canal ont représenté 1,2 milliard d'euros¹. Le retour des billets en franc belge détenus à l'étranger a sans doute été supérieur, car seulement cinq banques centrales de la zone euro ont renvoyé régulièrement des billets à la Banque depuis 1999, les billets belges présents dans les autres pays revenant par d'autres circuits. Par ailleurs, ce montant ne peut pas être directement comparé avec la baisse totale de l'encours (4,8 milliards d'euros), dans la mesure où il s'agit d'un flux brut.

La majorité des billets a été renvoyée par la Bundesbank, pour environ 70 p.c. d'entre eux,

¹ En 1999 et 2000, les flux rentrants à la Banque au titre de l'article 52 s'étaient élevés respectivement à 0,6 et 0,8 milliard d'euros.

et la Banque de France, pour un peu moins de 30 p.c.¹. Ces flux peuvent découler des recettes touristiques mais il est aussi possible que des encaisses aient été thésaurisées à l'étranger par des résidents belges.

3.3 ESTIMATION DES BILLETS THESAURISES

Le volume des billets thésaurisés est difficilement quantifiable et la notion même de thésaurisation est relative. La littérature économique fournit cependant des estimations fondées sur la répartition des billets par coupures.

Ainsi, l'approche dite du « cycle de vie² » part de l'observation que les grosses coupures ont généralement une durée de vie plus longue que les petites, l'usure étant proportionnelle à l'utilisation effective. En comparant la durée de vie des grosses coupures à une durée de vie de référence, qui peut être soit celle de la plus petite coupure, considérée comme ne servant qu'aux transactions, soit la durée de vie minimale observée, on peut estimer la part des encaisses thésaurisées. Suivant cette méthode, une étude menée en 1998 évalue à 34,3 p.c. le taux de thésaurisation des billets belges³.

Une approche similaire est celle qui se fonde sur le concept de fréquence de retour des différentes coupures vers la banque centrale. L'avantage est que la fréquence de retour est moins erratique que la durée de vie sur longue période car elle est moins influencée par l'introduction de nouveaux billets. L'inconvénient est que la fréquence de retour peut s'écarter de l'utilisation effective en fonction du nombre de transactions intermédiaires (sans passage par la banque centrale). Pour l'année 1997, l'approche basée sur la fréquence de retour donne un résultat de 29,4 p.c. de l'encours total³.

Appliqué à l'encours moyen de l'année 2000 (avant la phase de déthésaurisation), ces taux correspondent à des encaisses passives compri-

ses entre 3,8, selon la méthode de fréquence de retour, et 4,4 milliards d'euros, selon la méthode du cycle de vie, sur un total de 12,8 milliards d'euros. Par ailleurs, en conformité avec une étude menée aux Pays-Bas au début des années nonante⁴, la BCE estime que 60 à 70 p.c. de l'encours des billets de valeur faciale supérieure à 200 euros sont détenus à des fins de réserve de valeur. Pour la Belgique, cela correspond à un montant compris entre 3,9 et 4,6 milliards d'euros, pour le seul billet de 10.000 francs. L'encours des encaisses thésaurisées sous la forme de billets belges pourrait donc se situer dans une fourchette comprise entre 3,8 et 4,6 milliards d'euros. Pour rappel, à titre de comparaison, l'encours des billets en circulation s'est réduit de 4,8 milliards d'euros durant l'année 2001.

4. EFFETS POSSIBLES SUR LA DEMANDE FUTURE DE MONNAIE FIDUCIAIRE

Il est très difficile d'estimer l'incidence à moyen et long terme du passage à l'euro fiduciaire sur la demande de billets et de pièces. D'abord, il s'agit d'un événement sans précédent, rendant impossible toute mise en parallèle avec le passé. Ensuite, des réactions allant dans le sens d'une plus grande demande de billets, principalement de la part de l'étranger, devraient coïncider avec d'autres, limitant la demande d'encaisses. Enfin, la vitesse d'adaptation des agents économiques à ce changement demeure elle aussi inconnue.

¹ Le solde, dont le montant est très faible, provient du Portugal, d'Italie et de Finlande.

² Anderson P. S., Currency in Use and in Hoards, Federal Reserve Bank of Boston – New England Economic Review, mars 1977, pp. 21-30.

³ Van Hove L. et J. Vuchelen, Currency Hoarding in Belgium: An Update, Revue de la Banque, n°7, 1999, pp. 336-344.

⁴ Boeschoeten W. C. et M. M. G. Fase, The Demand for Large Bank Notes, Journal of Money, Credit and Banking, n°24, 1992, pp. 319-337.

4.1 DEMANDE INTERIEURE

La demande de monnaie fiduciaire est liée positivement au volume de dépenses anticipées et négativement au coût d'opportunité, que l'on peut mesurer par le taux d'intérêt des dépôts liquides. Ces deux variables n'ont pas été affectées par l'introduction des billets et pièces en euro, alors que la seconde a pu l'être par le passage à la monnaie unique en 1999, qui a amélioré la crédibilité de la politique monétaire dans certains pays. En Italie, notamment, on a remarqué, au cours des dernières années, une augmentation relative de la détention d'encaisses par le public, probablement liée aux bons résultats en matière d'inflation et à la modération des taux d'intérêt.

En ce qui concerne le motif de transaction, les personnes qui réalisent régulièrement des paiements dans la zone euro et les résidents frontaliers n'auront plus besoin de détenir plusieurs monnaies nationales, ce qui pourrait déboucher sur une réduction marginale de l'encours. L'euro fiduciaire pourrait aussi entraîner une modification des habitudes de paiement en renforçant l'utilisation des moyens de paiement électroniques. Du côté de l'offre, la taille du nouveau marché et les économies d'échelle qui en résultent pourraient favoriser de nouveaux investissements en la matière. Du côté de la demande, la période d'adaptation à de nouveaux signes monétaires et à une nouvelle échelle de valeurs pourrait encourager les paiements par carte. Ces évolutions devraient influencer négativement le volume des billets en circulation¹. Ce recul devrait toutefois être limité en raison des avantages que conservent les espèces par rapport à d'autres formes de paiement: anonymat, facilité d'utilisation sans outillage particulier, possibilité de «réutilisation» et statut de moyen de paiement légal.

Les sections précédentes ont montré que la thésaurisation était à l'origine d'une partie non négligeable de la demande d'encaisses. Le passage à l'euro fiduciaire ne provoquera sans

doute pas une mutation du comportement des particuliers, mais il est probable que le stock antérieur d'encaisses passives ne se rétablira pas très rapidement. Les encaisses qui ont été consacrées à l'achat de biens réels ne seront pas immédiatement reconstituées et certains des particuliers qui ont converti leurs «bas de laine» en dépôts ou autres actifs financiers portant intérêt ne devraient pas non plus revenir aux espèces.

4.2 DEMANDE ETRANGERE

Parmi les facteurs qui devraient concourir à une demande croissante d'euros par les non-résidents, il y a lieu de mentionner en premier lieu la taille de la zone euro et la stabilité de la monnaie. Par ailleurs, les billets en euro sont munis de signes de sécurité perfectionnés, ce qui décourage la contrefaçon, et de grosses coupures sont disponibles. Enfin, en ce qui concerne les pays d'Europe centrale et orientale, la proximité géographique et la perspective de l'adhésion à l'Union européenne sont autant d'incitants à utiliser rapidement l'euro.

Des dispositions ont été prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE en 2001 en matière de préalimentation des billets en euro à l'étranger. Les établissements de crédit qui agissent comme contreparties des opérations de politique monétaire ont reçu l'autorisation de préalimenter leurs succursales et sièges localisés hors de la zone euro, et de sous-préalimenter² leurs filiales

¹ L'effet du nombre de terminaux POS («Point of Sale») sur la demande de billets est négatif mais celui du nombre de terminaux ATM («Automated Teller Machine») est ambigu. D'une part, le faible coût (par rapport à une opération guichet) des retraits à des ATM disponibles 24h sur 24 et répartis sur tout le territoire tend à augmenter le nombre de retraits. D'autre part, un faible coût de transaction, s'il augmente la fréquence d'utilisation, n'en diminue pas moins le montant moyen retiré qui est dès lors mieux adapté aux dépenses futures, de sorte que l'effet total sur la quantité d'argent liquide détenue par personne est incertain.

² Les deux opérations suivent des procédures légèrement différentes: dans le cadre de la préalimentation, la banque centrale émettrice n'a pas requis directement les garanties qui n'ont dû être délivrées que le dernier jour ouvrable de 2001, alors qu'en cas de sous-préalimentation, les mêmes garanties ont dû être délivrées immédiatement par l'établissement de crédit.

ainsi que d'autres institutions de crédit situées hors de la zone euro. Par la suite, le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre la préalimentation aux banques centrales situées hors de la zone euro et aux établissements de crédit (hors zone euro) opérant sur le marché des billets en gros.

A la fin de 2001, environ 4,6 milliards d'euros, c'est-à-dire près de 4 p.c. du montant total distribué, avaient été fournis à des banques centrales et commerciales situées hors de la zone. La BCE a indiqué qu'un montant du même ordre de grandeur avait été distribué aux non-résidents en janvier 2002.

4.3 EVOLUTION AU DEBUT DE 2002

Le montant des billets émis¹ a été gonflé au début de 2002 par la prise en compte, le 1^{er} janvier, des billets fournis préalablement aux établissements de crédit. Dans la zone euro, le montant total de la préalimentation en billets s'élevait à 133 milliards d'euros. En y ajoutant le montant des billets nationaux toujours en circulation à la même date (278 milliards), le total des billets émis par les banques centrales de l'Eurosystème représentait 411 milliards d'euros. Cet encours s'est rapidement réduit. Après avoir décliné fortement au cours des deux premiers mois, il s'est stabilisé aux alentours du niveau atteint à la fin de 2001. Le 30 avril 2002, il se situait à 290 milliards d'euros, soit une réduction de 29,4 p.c. par rapport au premier jour de l'année et de 17,9 p.c. par rapport au 30 avril 2001.

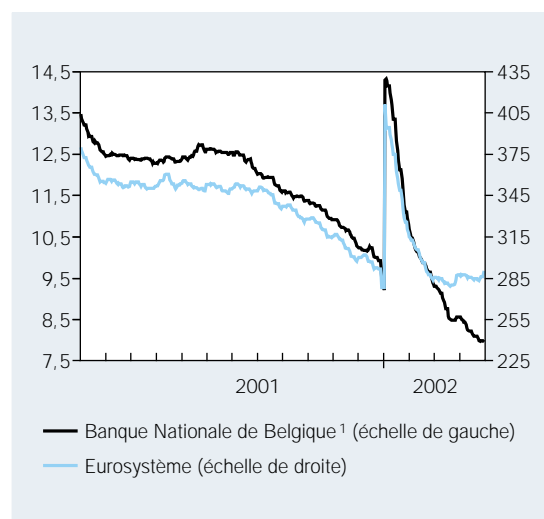
En Belgique, la contraction de l'encours a été encore plus marquée, puisque la valeur des billets mis en circulation par la Banque, enregistrée au 30 avril 2002, était inférieure de 44,3 p.c. au niveau du 1^{er} janvier 2002 et de

35,5 p.c. à celui du 30 avril 2001. Le fait que la Banque centrale du Luxembourg fournisse désormais les établissements de crédit luxembourgeois explique une partie du recul. De plus, le billet de 100 francs belges, dont l'encours représentait 1,9 p.c. du total en 2000, n'a plus d'équivalent qu'en pièces en euro.

En ce qui concerne l'utilisation des moyens de paiement électroniques au cours des premiers mois de l'année 2002, il est possible de tirer quelques enseignements des données communiquées par Banksys. Etant donné que 31 millions d'euros ont été retirés aux distributeurs automatiques dès le premier jour de l'année et que les derniers « bas de laine » devaient encore être écoulés, le nombre de paiements électroniques effectués via les terminaux Banksys a chuté durant les premiers jours de l'année, mais cette baisse a rapidement cessé. Au cours du premier trimestre, le nombre de transactions

GRAPHIQUE 4 – BILLETS EMIS PAR LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE ET PAR L'EUROSISTEME

(encours journaliers, milliards d'euros)



Sources : BCE, BNB.

¹ L'encours des billets émis diffère du montant apparaissant au bilan de la BNB sous la rubrique « Billets en circulation » : en 2001, ce dernier était établi après déduction d'un montant de 578,6 millions d'euros correspondant aux billets théoriquement en circulation au Luxembourg ; en 2002, il est établi en appliquant à l'encours total des billets émis par les douze banques centrales nationales de l'Eurosystème un pourcentage correspondant à la participation de la Banque dans le capital de la BCE, après déduction d'une part de 8 p.c. attribuée à la BCE.

effectuées au moyen de cartes de débit a augmenté de 19,9 p.c. par rapport à la période correspondante de l'année précédente. A titre de comparaison, le taux de croissance annuel moyen de ce type de transactions au cours du second semestre de 2001 avait atteint 13,2 p.c.

Mais c'est surtout le porte-monnaie électronique Proton qui a fait l'objet d'une utilisation beaucoup plus intensive depuis l'introduction de l'euro fiduciaire. Le nombre de paiements via Proton a crû de 152,3 p.c. entre le premier trimestre de 2001 et le premier trimestre de 2002. Le montant moyen par transaction a aussi augmenté, atteignant 5,74 euros au cours des trois premiers mois de l'année, contre 4,37 euros en 2001. Comme la valeur des transactions réglées au moyen du porte-monnaie électronique reste peu élevée, un développement même accéléré du nombre de transactions ne devrait pas avoir d'incidence significative sur l'encours total des billets, dominé par les grosses coupures. L'encours sur les cartes de type Proton, mesuré par la différence entre les rechargements et les paiements effectués depuis février 1995, ne s'élevait en effet qu'à 112 millions d'euros à la fin de mars 2002.

5. CONCLUSION

L'imminence de l'introduction des billets et pièces en euro a entraîné une forte contraction de l'encours de la monnaie fiduciaire dans la zone

euro en 2001. Cette évolution a été observée avec le plus d'acuité dans les pays caractérisés par une demande relativement forte de billets et par la présence de grosses coupures, notamment en Belgique. Ceci met en évidence un important phénomène de thésaurisation interne ainsi que l'utilisation des billets de la zone euro hors des frontières de celle-ci. Pour l'essentiel, la réduction de la détention d'encaisses a eu pour contrepartie une augmentation des dépôts détenus par les résidents, de sorte que l'incidence sur M3 du passage à l'euro fiduciaire a été globalement limitée; par ailleurs, un mouvement de report vers d'autres devises, à savoir le franc suisse et le dollar des Etats-Unis, ne peut être exclu.

Les premiers mois de 2002 ont été marqués par une réduction substantielle de l'encours des billets en circulation par rapport au niveau correspondant de l'année précédente. A l'avenir, l'évolution de la demande de billets dépendra surtout de la reconstitution des encaisses thésaurisées par les résidents de la zone euro alors que, sans doute à plus long terme, la demande étrangère pourrait s'accroître en raison de la stabilité de la nouvelle monnaie et de la taille de la zone euro. En Belgique, la contraction du volume des billets en circulation au début de 2002 a été plus forte que dans la zone euro dans son ensemble; la suppression des billets destinés au Luxembourg fournit un élément d'explication. Une légère accélération a été perçue en matière de paiements électroniques au moyen des cartes de débit, tandis que l'utilisation du porte-monnaie électronique Proton dans le commerce de détail s'est nettement intensifiée.

SUMMARIES OF ARTICLES

THE BELGIAN ECONOMY IN 2002

While Belgium did not escape the sharp downturn in global economic activity which occurred in 2001, it should benefit in 2002 from the general improvement in economic growth worldwide and in the euro area, as forecasted by international organisations and by the ESCB. The foreseen upturn in foreign demand and, in the short run, a positive contribution from changes in inventories, are expected to generate a gradual improvement in real GDP growth throughout 2002. On average, however, because of a negative carry-over effect, the annual growth rate – estimated at 1.1 p.c. – will be close to last year's figure. Since employment takes some time to react to changes in economic activity, job creation is expected to be weak in 2002 and the unemployment rate is projected to rise by 0.2 p.c. Headline inflation is projected to slow down to 1.7 p.c. on an annual basis, as the effect of previous shocks fades away. This development is also explained by the abolition of the radio & television licence fees in Flanders and Brussels. Despite subdued economic activity, the general government budget should be almost in balance, with a deficit of 0.1 p.c. of GDP.

EFFECT OF THE EURO CASH CHANGEOVER ON THE INFLATION

The various channels through which the euro cash changeover can affect inflation are examined by means of the most recent data, including especially those from the euro survey carried out by the Bank in January 2002. This analysis confirmed the previous findings according to which there are few reasons for assuming that the changeover to the euro had a major effect on the general level of prices. The costs brought about by this transition were actually fairly limited in extent, so that the possible repercussions of those costs on prices seem to be of little importance. The channel of the adaptation of attractive prices and of roundings is generally regarded as the potentially most important source of effects on prices. However, many factors indicate that the adjustment of attractive prices, which is thought to have been 80 p.c. completed in April 2002, was largely neutral.

Even so, for certain product categories, particularly in services, there are indications that the changeover to the euro did in fact lead to price rises. Overall, however, the euro's effect on total inflation appears to have been no more than 0.2 percentage point in April 2002. The analysis nevertheless also showed that such an estimate is inevitably subject to a wide margin of inaccuracy, since the effects of the changeover are not easily distinguishable from the other factors responsible for price adjustments.

There is a possibility, too, that other effects of the changeover may materialize in the coming months. But it is also possible that in a few months' time inflation may, if anything, be below its "normal" rate, because the changeover may have caused certain price adjustments to be made in advance, precisely in order to make them coincide with the switch to the euro. In the longer term, the introduction

of the euro may be expected to lead to greater price transparency, which, all other things being equal, has a downward effect on the level of prices.

When the transition to the euro took place, the practice of dual pricing was widely adopted in retail trade and, according to the Bank's euro survey, it is likely that it will only gradually disappear from shop windows. This factor indisputably contributed to the virtual neutrality of the changeover.

EFFECTS OF THE EURO CASH CHANGEOVER ON THE DEMAND FOR MONEY

The imminence of the introduction of euro banknotes and coins led to a sharp contraction in the outstanding amount of currency in circulation in the euro area in 2001. This development took place most markedly in the countries characterized by a relatively strong demand for banknotes and by the presence of large denominations, like Belgium. This reveals a major phenomenon of internal hoarding together with the use of euro currencies outside the euro area. The major counterpart of the reduction in cash holdings was an increase in deposits held by residents, so that the overall impact of the euro cash changeover on M3 was limited; furthermore, a possible shift towards other currencies, namely the Swiss franc and the US dollar, cannot be ruled out.

The first months of 2002 were marked by a substantial reduction in the outstanding amount of banknotes in circulation compared to the corresponding level in the previous year. In future, the development of the demand for banknotes will depend mainly on the reconstitution of the cash holdings hoarded by euro area residents. Moreover, probably on the longer term, foreign demand might increase owing to the stability of the new currency and the size of the euro area. In Belgium, the reduction in the banknotes in circulation at the beginning of 2002 was more marked than in the euro area; this inter alia was due to disappearance of the issuing of banknotes to be used in Luxembourg. Electronic payments by means of debit cards accelerated slightly, while there was a pronounced growth in the use of the Proton electronic purse in retail trade.

NATIONAL BANK OF BELGIUM – WORKING PAPERS SERIES**18. “THE INTEREST RATE AND CREDIT CHANNELS IN BELGIUM:
AN INVESTIGATION WITH MICRO-LEVEL FIRM DATA” BY
P. BUTZEN, C. FUSS AND PH. VERMEULEN, RESEARCH SERIES,
DECEMBER 2001**

This paper investigates the effects of monetary policy on firms' investment behaviour. The analysis relies on a comprehensive database of Belgian firms covering all sectors of economic activity and firms of all sizes. The authors proceed in two steps. They estimate a reduced-form investment equation derived from the neo-classical model, augmented by cash-flow. This equation is estimated by the GMM procedure (Generalized method of moments). Subsequently, the paper provides an estimation of the elasticity of the user cost of capital and the cash-flow/capital ratio to the policy-controlled interest rate. The model is estimated for various sample splits according to sectors and sizes. The results indicate that small firms are more sensitive to monetary policy than large firms, and that services are almost unaffected. Since the impact differs across sectors and sizes, it is concluded that monetary policy produces distributional effects.

**19. “OPENNESS, IMPERFECT EXCHANGE RATE PASS-THROUGH AND
MONETARY POLICY” BY F. SMETS AND R. WOUTERS, RESEARCH
SERIES, MARCH 2002**

This paper analyses the implications of imperfect exchange rate pass-through for optimal monetary policy in a linearized open-economy dynamic general equilibrium model calibrated to euro area data. Imperfect exchange rate pass-through is modelled by assuming sticky import price behaviour. The degree of domestic and import price stickiness is estimated by reproducing the empirical identified impulse response of a monetary policy and exchange rate shock conditional on the response of output, net trade and the exchange rate. It is shown that a central bank wanting to minimize the resource costs of staggered price setting will aim at minimizing a weighted average of domestic and import price inflation.

**20. “INFLATION, RELATIVE PRICES AND NOMINAL RIGIDITIES” BY
L. AUCREMANNE, G. BRYs, M. HUBERT, P. J. ROUSSEEUW AND
A. STRUYE, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper examines the distribution of Belgian consumer prices and its interaction with aggregate inflation over the period June 1976-September 2000. Given the fat-tailed nature of this distribution, both classical and robust measures of location, scale and skewness are presented. A positive

short-run impact of the skewness of relative prices on aggregate inflation is found, irrespective of the average inflation rate. The dispersion of relative prices has also a positive impact on aggregate inflation in the short run and this impact is significantly lower in the sub-sample starting in 1988 than in the pre-1988 sub-sample, suggesting that the prevailing monetary policy regime has a substantial effect on this coefficient. The chronic right skewness of the distribution, revealed by the robust measures, is *positively* cointegrated with aggregate inflation, suggesting that it is largely dependent on the inflationary process itself and would disappear at zero inflation. These results have three important implications for monetary policy.

First, as to the *transmission of monetary policy*, the paper results are in line with the predictions of menu cost models and therefore suggest that this type of friction can be an important factor behind the short run non-neutrality of monetary policy. Second, as to the *design of robust estimators of core inflation*, economic arguments based on menu cost models tend to highlight the importance of the absence of bias. The authors propose an unbiased estimator by taking the time-varying degree of chronic right skewness explicitly into account. Third, as to the *optimal rate of inflation*, the chronic right skewness found in the data provides no argument against price stability, as it appears as an endogenous response of optimizing price setters and would disappear when targeting a zero inflation rate. This conclusion contrasts sharply with the implications of the *exogenously* assumed downward rigidity of Tobin (1972), which would justify targeting a sufficiently positive inflation rate in order to facilitate the adjustment of relative prices. The empirical findings contradict the latter type of downward rigidity which implies a negative correlation between skewness and inflation. Therefore, the cross-sectional properties of Belgian inflation data rather provide arguments in favour of a price stability-oriented monetary policy, such as the one pursued by the Eurosystem.

21.  **“LIFTING THE BURDEN: FUNDAMENTAL TAX REFORM AND U.S. ECONOMIC GROWTH” BY DALE W. JORGENSON AND KUN-YOUNG YUN, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper presents a comprehensive treatment of the cost-of-capital approach for analysing the economic impact of tax policy. This approach has provided an intellectual impetus for reforms of capital income taxation in the United States and around the world. The most dramatic example is the Tax Reform Act of 1986 in the United States. In this landmark legislation the income tax base was broadened by wholesale elimination of tax preferences for both individuals and corporations. Revenues generated by base broadening were used to finance sharp reductions in tax rates at corporate and individual levels.

The cost-of-capital approach presented in this paper shows that important opportunities for tax reform still remain. This approach suggests two avenues for reform. One would retain the income tax base of the existing U.S. tax system, but would equalize tax burdens on all forms of assets as well as average and marginal rates on labour income. Elimination of differences in the tax treatment of all forms of assets would produce gains in efficiency comparable to those from the Tax Reform Act of 1986. Equalization of marginal and average tax rates on labour income would more than double these gains in efficiency.


Proposals to replace income by consumption as a tax base were revived in the United States during the 1990's. The Hall-Rabushka Flat Tax proposal would produce efficiency gains comparable to those from equalizing tax burdens on all forms of assets under the income tax. However, a progressive National Retail Sales Tax, collected on personal consumption expenditures at the retail level, would generate gains in efficiency exceeding those from the Flat Tax by more than 50 percent! Equalizing marginal and average rates of taxation on consumption would double the gains from the Flat Tax.

23.  **“INVESTMENT, UNCERTAINTY AND IRREVERSIBILITY: EVIDENCE FROM BELGIAN ACCOUNTING DATA” BY D. CASSIMON, P.-J. ENGELEN, H. MEERSMAN AND M. VAN WOUWE, RESEARCH SERIES, MAY 2002**


This paper investigates the effects of uncertainty on the investment behaviour using firm-level data for a sample of Belgian manufacturing firms. In general, the results confirm former analysis at the aggregate level, stating that uncertainty does matter but that the sign of the effect and its magnitude largely depend on which proxies are used and how they are defined. It is shown that uncertainty has mainly an impact on the decision to invest and to a much lesser extent on the amount invested. Furthermore, the difference between reversible and irreversible investment is crucial. The impact of volatility on irreversible investment is far more larger than on reversible investment. In some cases, the amount of reversible investment will increase with higher volatility.

24.  **“THE IMPACT OF UNCERTAINTY ON INVESTMENT PLANS” BY P. BUTZEN, C. FUSS AND PH. VERMEULEN, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper investigates how demand and output price uncertainty affect investment plans of Belgian manufacturing firms. The authors obtain time-varying uncertainty measures at the firm and industry level from the Belgian monthly business cycle survey and investment plans from the half-yearly investment survey. Using investment plans instead of realized investment data, e.g. annual accounts data, is, from an informative point of view, superior since it is more likely to reveal the features of the decision formation process and, therefore, it is most closely related to economic theory. Business investment is normally planned well in advance, because it involves time and costs to implement, and theory describes the behaviour of firms at the moment of their decision, which can be assumed to be fully captured in survey data. In order to find robust predictions, three different specifications are estimated. Each of which can be considered as a benchmark in the literature: two reduced form equations and a structural Euler equation. The results show that uncertainty depresses investment. These results hold for industry - as well as for firm - specific demand uncertainty. Moreover, referring to Euler equation, uncertainty postpones investment today in favour of investment tomorrow. This effect is stronger for firms with more irreversible investment. Hence, these results seem to confirm the predictions of the real option theory.

25.  **“INVESTMENT, PROTECTION, OWNERSHIP, AND THE COST OF CAPITAL” BY CH. P. HIMMELBERG, R. G. HUBBARD AND I. LOVE, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

The authors investigate the cost of capital in a model with an agency conflict between inside managers and outside shareholders. Inside ownership reflects the classic trade-off between incentives and risk diversification, and the severity of agency costs depends on a parameter representing investor protection. In equilibrium, the marginal cost of capital is a weighted average of terms reflecting both idiosyncratic and systematic risk, and weaker investor protection increases the weight on idiosyncratic risk. Using firm-level data from 38 countries, the predicted relationships among investor protection, inside ownership, and the marginal cost of capital are estimated. The implications for the determinants of firm size, the relationship between Tobin's Q and ownership, and the effect of financial liberalizations are discussed.

26.  **“FINANCE, UNCERTAINTY AND INVESTMENT: ASSESSING THE GAINS AND LOSSES OF A GENERALIZED NON-LINEAR STRUCTURAL APPROACH USING BELGIAN PANEL DATA” BY M. GERARD AND F. VERSCHUEREN, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

Using panel data for 2,329 Belgian firms observed between 1985 and 1999, this paper aims at getting a better understanding of Belgian firms' investment behaviour. Two main and interrelated topics are investigated: the link between financial structure and investment decision, on the one hand, the effect of uncertainty on the level of investment, on the other hand. Such research sets forth the effect of some key variables, both in terms of level and volatility. The study is conducted within a structural approach but reduced form equations are also estimated. A generalized dynamic effect is investigated by introducing adjustment costs related through time. From that study, it clearly appears that small firms and high debt level firms are more sensitive to interest rate and cash-flow. However, no role for investment price volatility is observed.

27.  **“CAPITAL STRUCTURE, FIRM LIQUIDITY AND GROWTH” BY R. ANDERSON, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper explores the relationships among the firm's financial structure, its choice of liquid asset holdings, and growth. It presents a theoretical model of the firm where external finance is costly and where retaining earnings as liquid assets serves a precautionary motive. One of the predictions of this model is that a long-term reliance on high levels of debt finance tends to be associated with high levels of liquid asset holding. This prediction is empirically tested by estimating the determinants of liquid asset holdings using panel data sets of Belgian and UK firms. The author finds evidence of a positive relation between leverage and liquid asset holding. This result leads to identify a possible


linkage from high debt to high liquidity to slow growth. In light of this, the possible implications of the development of stock markets, private equity, and venture capital markets are discussed.

28.  **“STRUCTURAL MODELLING OF INVESTMENT AND FINANCIAL CONSTRAINTS: WHERE DO WE STAND?”**
BY J.-B. CHATELAIN, RESEARCH SERIES, MAY 2002

This paper surveys issues with respect to the structural modelling of econometric tests of investment facing financial constraints, to their link with firms data and assets prices, and to their impact in macroeconomic modelling. The key issue is to ground much more the interpretation of the sensitivity of investment to liquidity variables such as cash-flow as a measure of financial constraints. The structural modelling of investment facing financial constraints is also limited by the structural modelling of the force driving investment dynamics such as adjustment costs, which has not been so successful empirically.

29.  **“FINANCING AND INVESTMENT INTERDEPENDENCIES IN UNQUOTED BELGIAN COMPANIES: THE ROLE OF VENTURE CAPITAL”** BY S. MANIGART, K. BAEYENS AND I. VERSCHUEREN, RESEARCH SERIES, MAY 2002

There is ample empirical evidence that investments in (public) companies are correlated with cash-flow. This may either be explained as evidence of financing constraints, as excessive conservatism by managers, restraining investments to the internally generated cash-flow. The authors test the investment-cash-flow sensitivity in unquoted Belgian companies with a modified sales accelerator model, using unbalanced panel data and GMM techniques (Generalized method of moments). They show that investments in tangible fixed assets are positively related to cash-flow. Contrary to expectations, this sensitivity is not reduced, but it increases, when companies receive venture capital. They interpret the results as evidence of the presence of financing constraints and underinvestment problems in unquoted companies. Venture capital intermediaries are not able to eliminate financing constraints in Belgian unquoted companies.

30.  **“DEVELOPMENT PATH AND CAPITAL STRUCTURE OF BELGIAN BIOTECHNOLOGY FIRMS”** BY V. BASTIN, A. CORHAY, G. HÜBNER AND P.-A. MICHEL, RESEARCH SERIES, MAY 2002

This study investigates the relationship between the evolution of real options values and associated financing policies for Belgian companies in the sector of bio-industries. Each firm's situation

regarding the relevant types of real options is stylistically represented through a scenario tree. The consumption of a time-to-build or a growth option is respectively considered as a success or a failure in company development. Empirically, several variables enable to locate each company along the tree at any time. The study of transitions leads to discover that failures tend to trigger higher leverage, unlike in the trade-off theory. Yet, the increases in debt maturity, in lease and in convertible financing confirm the authors' predictions. Overall, the authors emphasize evidence of undercapitalization and of proper, yet insufficient, use of hybrid financing by biotech companies.

31.  **“GOVERNANCE AS A SOURCE OF MANAGERIAL DISCIPLINE”
BY J. FRANKS AND C. MAYER, RESEARCH SERIES, MAY 2002**


Anglo-American stock markets are much larger than their continental counterparts. Does investor protection and governance explain these differences? Using UK data, we examine four different forms of intervention which are supposed to promote good governance: takeovers, independent directors, outside shareholders, and providers of new finance. Which of these “four horses will win the race?”

Institutional shareholders remain passive in the face of poor performance. Takeovers are effective in replacing management but are not focussed on poorly performing companies. Independent directors entrench poor performers and do not discipline management; they are advisors not monitors. The only effective mechanism for replacing management of poor performers and the providers of outside finance. When a poor performer needs outside finance, only then are outside shareholders willing to impose management changes.

Is governance in Continental Europe more effective? The answer is not obviously so. Indeed in one important respect Germany looks worse. When there are major changes of ownership, the gains accruing to shareholders are much lower than in the UK or US. Moreover, those gains accrue to large German shareholders. Smaller shareholders hardly gain at all. One explanation is that restructuring German companies is more difficult and more costly than in the US or UK.

32.  **“FINANCING CONSTRAINTS, FIXED CAPITAL AND
R&D INVESTMENT DECISIONS OF BELGIAN FIRMS”
BY M. CINCERA, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper aims at assessing the relationship between the possible existence of financial constraints and the decisions of Belgian private firms as regards their investments in both capital and R&D investments over the last decade. The main system GMM (Generalized method of moments) estimates from the error-correction equations indicate that the sensitivity of both types of investments to cash-flow variations are rather differentiated. On the whole, these effects are more important for investments in ordinary assets, young small-scale firms located in the Walloon region that are not part of a multinational. Firms that perform R&D on a permanent basis and that receive public funds to support these activities appear to be less cash constrained.

33.  **“INVESTMENT, R&D AND LIQUIDITY CONSTRAINTS:
A CORPORATE GOVERNANCE APPROACH TO THE BELGIAN
EVIDENCE” BY P. VAN CAYSEELE, RESEARCH SERIES,
MAY 2002**

This contribution presents a novel instrument to control for investment opportunities in studying the investment-cash-flow sensitivity. More in particular it introduces the book value of R&D. The author argues this instrument has advantages over other theories of investment, especially when focussing on the corporate governance aspects of the investment-cash-flow sensitivity. On the other hand, it implies the investment-cash-flow sensitivity can only be studied in high-tech environments. These have corporate governance problems of their own. To investigate their effect, a signalling model is extended for R&D induced investment opportunities, and estimated on a panel of Belgian data.

Editeur responsable

J. Hilgers

Directeur

Banque Nationale de Belgique
Boulevard de Berlaimont 14 – B-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

M. Ph. Quintin

Chef du service Communication

Tél.: 32 (0)2.221.22.41 – Fax: 32 (0)2.221.30.91
e-mail: philippe.quintin@nbb.be