



REVUE
ECONOMIQUE

DE LA
BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

1^{re} ANNEE



AOUT 1995

REVUE
ECONOMIQUE

DE LA
BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

1^{re} ANNEE



AOUT 1995

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.

Banque Nationale de Belgique
Boulevard de Berlaimont 14
1000 Bruxelles
Téléphone : 02-221 20 33
Téléfax : 02-221 31 63

SOMMAIRE

ARTICLE 5
L'économie belge en 1995

COMMUNICATIONS 45

LISTE DES ABREVIATIONS

BNB	Banque Nationale de Belgique
BRI	Banque des Règlements Internationaux
CE	Communauté Européenne
CGER	Caisse Générale d'Épargne et de Retraite
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IBLC	Institut Belgo-Luxembourgeois du Change
ICN	Institut des Comptes Nationaux
IME	Institut Monétaire Européen
INAMI	Institut National d'Assurance Maladie-Invalidité
INS	Institut National de Statistique
MAE	Ministère des Affaires économiques
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement économiques
ONEM	Office National de l'emploi
PIB	Produit intérieur brut
RBTR	Règlement brut en temps réel
SME	Système monétaire européen
SNI	Société Nationale d'Investissement
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer
TGV	Train à grande vitesse
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union Européenne
UEBL	Union Economique Belgo-Luxembourgeoise
UEM	Union Economique et Monétaire

SIGNES CONVENTIONNELS

...	zéro ou quantité négligeable
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire
e	estimation
Allemagne	données relatives à l'Allemagne occidentale jusqu'en 1990 et à l'ensemble de l'Allemagne par la suite
Allemagne °	données relatives à l'Allemagne occidentale pour l'ensemble de la période

Ce numéro a été rédigé sur la base des données disponibles au 14 juillet 1995.

L'ECONOMIE BELGE EN 1995

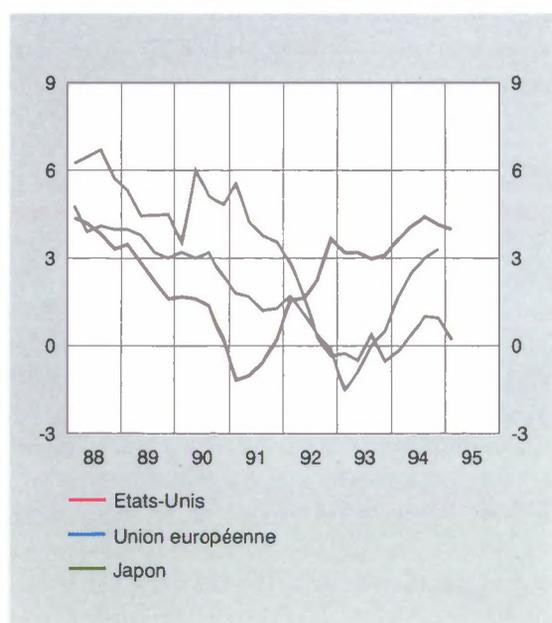
1. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Activité et marché de l'emploi

Une désynchronisation conjoncturelle a caractérisé le monde industrialisé ces dernières années, de sorte qu'une récession ou une surchauffe globale a été évitée. Lorsque la longue période d'activité économique soutenue s'est muée en récession dans les pays anglo-saxons au début des années nonante, le Japon se trouvait encore en phase de haute conjoncture et le PIB continuait à croître en Europe continentale. Dans les années qui ont suivi, les Etats-Unis, puis le Royaume-Uni, sont progressivement sortis du creux conjoncturel pendant que l'activité se détériorait au Japon et dans les pays d'Europe continentale. L'année passée a été marquée par un renforcement de l'activité dans tous les pays industrialisés, mais les taux de croissance montrent la persistance de la désynchronisation conjoncturelle.

GRAPHIQUE 1 — PIB A PRIX CONSTANTS

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



Sources : OCDE, données nationales.

Sur la base des dernières indications, l'expansion devrait se poursuivre. En effet, les prévisions les plus récentes de l'OCDE font état, pour 1995, d'un renforcement de la croissance en Europe, qui atteindrait 3 p.c., d'une légère reprise au Japon et d'un ralentissement progressif aux Etats-Unis. Pour l'ensemble de la zone de l'OCDE, une croissance économique de 2,7 p.c. est attendue pour 1995. Ces prévisions ne sont que légèrement inférieures à celles de la fin de l'année passée (3 p.c.), malgré de fortes variations de cours de change, surtout sensibles dans les premiers mois de 1995.

TABLEAU 1 — PIB A PRIX CONSTANTS

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

	1994	1995 e
Etats-Unis	4,1	3,2
Japon	0,6	1,3
Union européenne	2,7	3,0
Allemagne	2,9	2,9
France	2,7	3,0
Pays-Bas	2,5	3,1
Royaume-Uni	3,8	3,4
Italie	2,2	3,0
OCDE	2,9	2,7

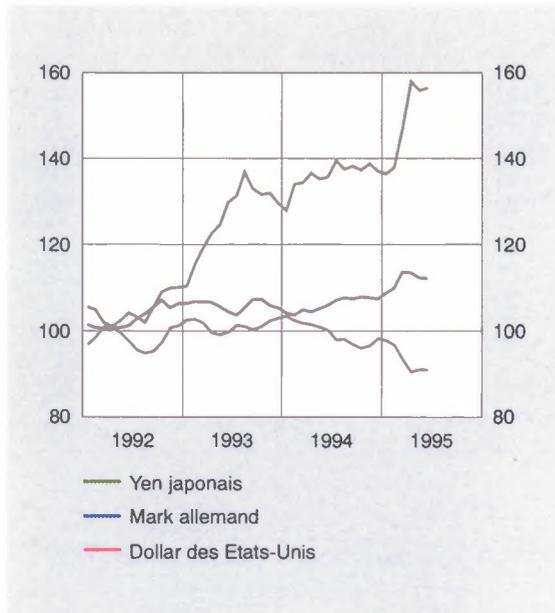
Source : OCDE.

Le dollar des Etats-Unis a ainsi perdu 16 p.c. de sa valeur face au yen et 12 p.c. face au mark entre décembre 1994 et avril 1995. Cette baisse est la conséquence d'une perte de confiance dans la monnaie américaine, surtout liée au déficit considérable laissé par la balance courante, lui-même reflet de l'insuffisance de l'épargne de l'ensemble des entreprises et des particuliers au regard du déficit public persistant. A la suite de la dépréciation importante du peso mexicain, et des pertes de valeur d'un certain nombre d'autres monnaies latino-américaines ainsi que du dollar canadien, la baisse du cours de change effectif du dollar des Etats-Unis est restée plus limitée que la dépré-

ciation vis-à-vis du mark et du yen : elle a atteint 8 p.c. sur la même période. De leur côté, le mark et le yen se sont respectivement appréciés en moyenne de 6 et 15 p.c. au cours des quatre premiers mois de 1995. Une légère correction de ces mouvements ne s'est produite qu'en mai.

GRAPHIQUE 2 — COURS DE CHANGE MOYEN PONDERE

(indices 1991 = 100)



Source : BRI.

En raison de l'appréciation du yen, les perspectives de croissance au Japon ont été revues à la baisse. La reprise économique enregistrée au deuxième semestre de 1994 est restée faible et hésitante, et le tremblement de terre du mois de janvier à Kōbe a perturbé l'activité au premier trimestre de cette année. La croissance, en 1995, ne serait stimulée que par la demande intérieure. Le regain d'activité prévu par l'OCDE repose essentiellement sur un redressement de la formation brute de capital. Le mouvement de réduction des investissements des entreprises, en cours depuis 1992, a pris fin au second semestre de 1994. La reconstruction des équipements détruits lors du tremblement de terre et la hausse des dépenses publiques d'infrastructure devraient soutenir la formation brute de capital fixe. Enfin, la réforme fiscale mise en place en 1994 et l'assouplissement de la politique monétaire au début de 1995 pourraient favoriser la consommation privée. Les dernières données

disponibles relatives au deuxième trimestre de cette année font toutefois naître certains doutes quant à la concrétisation de ces prévisions.

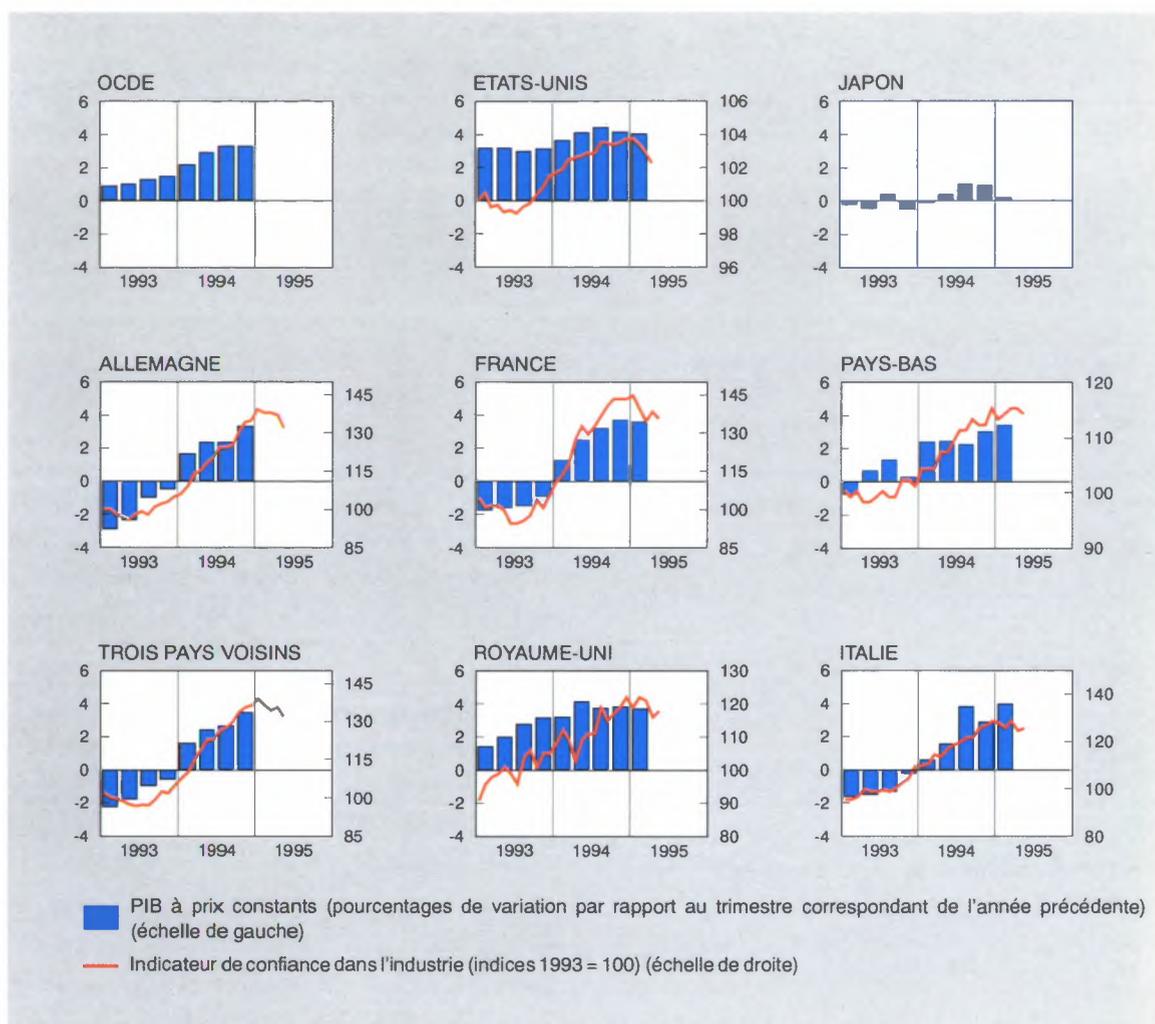
Après quatre années d'expansion de plus en plus soutenue, l'économie américaine semble, selon les prévisions de l'OCDE, être engagée dans la voie d'un « atterrissage en douceur », associant une croissance économique plus durable à une réduction des risques inflationnistes. La politique monétaire plus restrictive menée depuis le début de l'année passée et l'augmentation des taux d'intérêt à long terme en 1994 ont freiné la consommation des ménages et les investissements des entreprises, qui avaient été le principal moteur de la croissance. De même, la formation de stocks, qui avait apporté une importante contribution positive à la croissance en 1994, semble avoir pris fin. Au premier trimestre de 1995, le PIB a augmenté de 4 p.c. par rapport à la même période de l'année précédente, contre une progression de 4,4 p.c. au troisième trimestre et de 4,1 p.c. au dernier trimestre de 1994. Depuis le début de l'année, le degré d'utilisation des capacités de production et l'indicateur de confiance dans l'industrie sont en recul.

En Europe, la reprise économique a été ferme et régulière en 1994, et même plus rapide que prévu. Elle a été amorcée par la croissance des exportations et la reconstitution des stocks. A mesure que la confiance des entrepreneurs s'améliorait et que les capacités de production étaient plus largement utilisées, les investissements des entreprises se sont redressés. Ce mouvement semble s'être poursuivi au cours des premiers mois de cette année.

Si, au début de 1995, les taux de croissance des différents pays de l'Union européenne étaient assez proches, leur situation économique n'était pourtant pas homogène.

En Allemagne, en France et aux Pays-Bas, l'activité a continué de croître à un rythme élevé. L'expansion y est aussi devenue plus équilibrée ; elle ne s'appuie plus uniquement sur les exportations, mais aussi sur les investissements et, progressivement, sur la consommation privée. Les indicateurs de confiance dans l'industrie ont cependant cessé d'augmenter, signe de l'incertitude quant à la possibilité du maintien de ce rythme, compte tenu des modifications des cours de change au début de 1995.

GRAPHIQUE 3 — PIB TRIMESTRIEL ET INDICATEUR DE CONFIANCE DANS L'INDUSTRIE



Sources : OCDE, CE, données nationales.

En Italie et au Royaume-Uni, la progression des exportations devrait être moins importante que ce que l'amélioration de la position compétitive, liée à la dépréciation de leur monnaie, aurait laissé supposer. Le degré d'utilisation des capacités de production, déjà très élevé, a encore augmenté au premier trimestre de 1995. Des goulets d'étranglement pourraient dès lors apparaître. Le risque de surchauffe est particulièrement présent au Royaume-Uni, où la reprise conjoncturelle a débuté plus tôt que dans les autres pays européens, et où la production est supérieure à sa valeur potentielle. Le relèvement des taux d'intérêt visant à maîtriser les risques d'inflation pourrait affecter la consommation privée.

La croissance économique devrait permettre de créer des emplois dans tous les pays de

l'OCDE. L'augmentation des postes de travail n'est toutefois pas encore suffisante pour réduire sensiblement le taux de chômage. Seuls les pays qui se situent déjà depuis plus de deux ans dans une phase d'activité soutenue ont enregistré un recul significatif du taux de chômage. Aux États-Unis, il est revenu d'un sommet de 7,7 p.c. en juin 1992 à 5,4 p.c. en février 1995, avant de remonter quelque peu les trois mois suivants. Au Royaume-Uni, il a diminué de plus d'un point au cours des douze derniers mois et de deux points depuis décembre 1992. Il est toutefois demeuré stable à partir de février de cette année. Dans les autres pays européens, la montée du chômage, en cours depuis 1992, s'est interrompue vers le premier trimestre de 1994. Depuis lors, une quasi-stabilisation a été constatée. L'Italie, où le taux de chômage est passé de 11,3 p.c. en mai 1994 à 12 p.c. un

TABLEAU 2 — TAUX DE CHOMAGE

(pourcentages de la population active civile, données saisonnalisées)

	Mai 1994	Mai 1995	Différence
Etats-Unis	6,1	5,6	-0,5
Japon ¹	2,8	2,9	0,1
Union européenne	11,4	10,9	-0,5
Allemagne °	6,9	6,8	-0,1
France	12,7	12,3	-0,4
Pays-Bas ²	7,0	6,8	-0,2
Royaume-Uni	9,8	8,6	-1,2
Italie	11,3	12,0	0,7

Source : CE.

¹ Février.

² Avril.

an plus tard, est un des seuls pays de l'Union européenne où la situation sur le marché du travail continue à se détériorer. Au Japon, l'activité a également été insuffisante pour effacer l'augmentation du taux de chômage entre 1992 et 1994. Celle-ci a toutefois été beaucoup moins prononcée que dans les pays européens. Le taux de chômage y est de l'ordre de 3 p.c.

Prix

Malgré le net redressement de l'activité dans l'ensemble de la zone de l'OCDE, l'inflation a atteint, en 1994, son niveau le plus bas depuis 1964. Depuis la fin de l'année passée, elle a toutefois tendance à s'accélérer, reflétant notamment, avec un certain délai, l'augmentation rapide des prix des matières premières.

Aux Etats-Unis, bien que la production ait dépassé en 1994 sa valeur potentielle, l'inflation reste modérée.

La faiblesse de la demande intérieure et l'appréciation du yen conduisent à une stabilité, voire à un recul des prix au Japon.

En Europe aussi les prix ont crû de manière modérée. L'inflation est revenue à un peu plus de 2 p.c. en Allemagne et aux Pays-Bas, et s'est stabilisée à un peu plus de 1,5 p.c. en

France. En revanche, dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée, la hausse des prix a eu tendance à s'accélérer, sous l'effet aussi d'un relèvement des taxes indirectes dans certains d'entre eux. L'inflation oscille depuis le début de l'année autour de 3,5 p.c. au Royaume-Uni, contre un minimum de 1,2 p.c. à la mi-1993. En Italie, l'inflation a dépassé 5 p.c. en juin 1995.

TABLEAU 3 — PRIX A LA CONSOMMATION

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

	Juin 1994	Juin 1995	Différence
OCDE ^{1 2}	2,5	3,9	1,4
Etats-Unis	2,5	3,0	0,5
Japon	0,5	0,3	-0,2
Union européenne	3,1	3,3	0,2
Allemagne °	3,0	2,4	-0,6
France	1,8	1,6	-0,2
Pays-Bas	3,1	2,1	-1,0
Royaume-Uni	2,7	3,5	0,8
Italie	3,8	5,5	1,7

Sources : CE, OCDE.

¹ A l'exclusion de la Turquie.

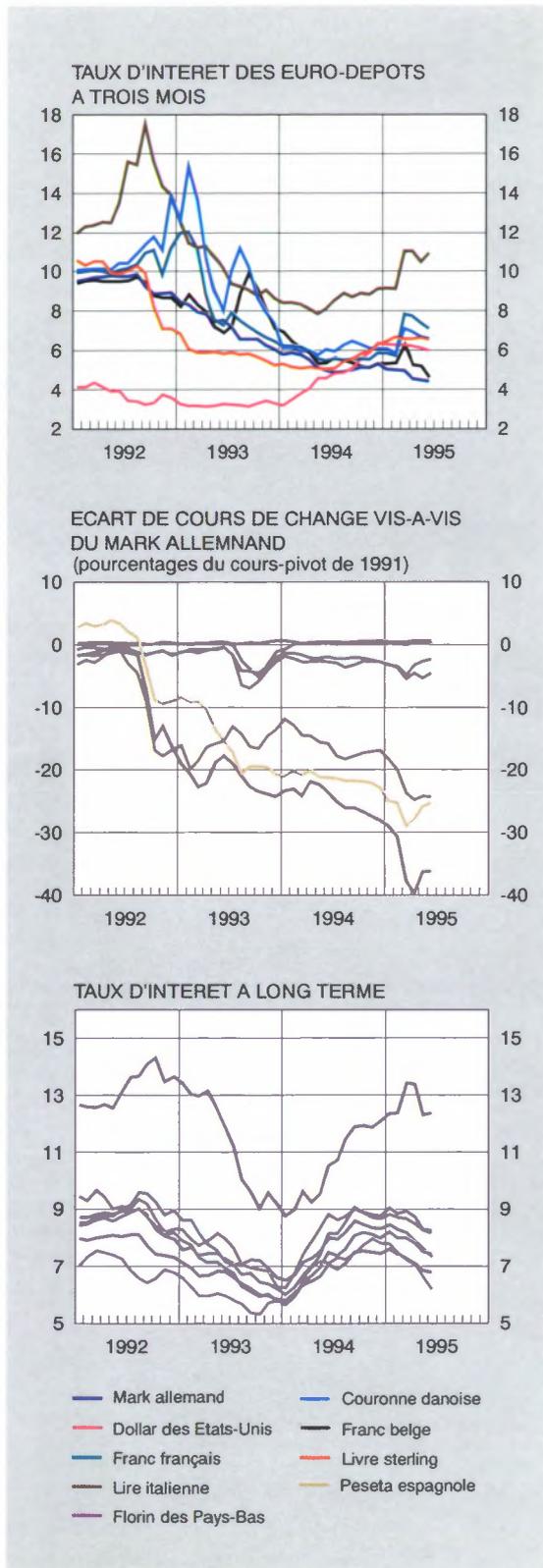
² Mai.

Politique monétaire et cours de change

La politique monétaire dans les pays industrialisés est restée axée sur la stabilité des prix et une croissance économique durable. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a poursuivi le resserrement de la politique monétaire au début de l'année, afin de contenir la hausse des prix et les anticipations inflationnistes. Elle a augmenté le taux d'escompte de 4,75 à 5,25 p.c. le 1^{er} février 1995. La réduction des tensions inflationnistes a conduit, le 6 juillet, la Réserve fédérale à assouplir sa politique.

Au Japon, la politique de taux s'est assouplie. Dès la fin de mars, la Banque du Japon a exercé une pression à la baisse sur les taux du marché. Par la suite, elle a ramené son taux d'escompte de 1,75 p.c. à un minimum historique de 1 p.c., le 14 avril 1995. Cette décision

GRAPHIQUE 4 — TAUX D'INTERET ET COURS DE CHANGE



Sources : données nationales.

a visé à soutenir l'activité économique et était également motivée par les bons résultats de

l'économie japonaise en termes d'inflation ainsi que par la vigueur du yen. Au début de juillet, la Banque du Japon a poursuivi l'assouplissement de sa gestion des liquidités.

En Allemagne, la Bundesbank a aussi relâché la politique monétaire dans la première moitié de 1995. Elle a ainsi décidé de ramener le taux d'escompte de 4,5 à 4 p.c. le 31 mars 1995. Dans le courant du mois d'avril, elle a aussi abaissé le taux des « repos ». Une période de stabilité des taux s'est ainsi achevée, puisque la précédente baisse du taux d'escompte datait du 13 mai 1994 et que le taux des « repos » était fixé à 4,85 p.c. depuis août 1994. L'évolution favorable de la masse monétaire et la diminution des pressions inflationnistes due à l'appréciation du mark ont permis cette baisse des taux.

L'inquiétude et la fébrilité ont marqué les marchés des changes en Europe au cours des premiers mois de 1995, en raison de la baisse du dollar et de développements internes, entre autres politiques, dans certains pays. Plusieurs monnaies européennes se sont affaiblies vis-à-vis du mark allemand. Ont été concernées aussi bien des devises qui participent au mécanisme de change du SME, tels le franc français, la couronne danoise et la peseta espagnole, que des devises qui n'y participent pas, comme la lire italienne et la livre sterling. Lors d'une révision des cours-pivots au sein du SME le 6 mars 1995, la peseta espagnole et l'escudo portugais ont été dévalués de respectivement 7 et 3,5 p.c. Dans de nombreux pays, l'agitation a suscité une hausse des taux à court terme et un élargissement du différentiel d'intérêt à court terme avec l'Allemagne. Dans le courant du deuxième trimestre, les marchés financiers sont revenus à une plus grande stabilité.

Dans la plupart des pays, et particulièrement aux Etats-Unis et en Allemagne, les taux à long terme ont été orientés à la baisse pendant la première moitié de 1995. Cette baisse est en partie une correction de la très forte hausse enregistrée l'année précédente. Elle est probablement aussi liée à des anticipations d'une croissance économique non inflationniste. En Italie et en Espagne, les taux à long terme ont, au contraire, été orientés à la hausse, à la suite de l'inquiétude apparue sur les marchés financiers concernant les risques potentiels d'inflation et certains développements politiques.

2. ACTIVITE ECONOMIQUE

Vue d'ensemble

En Belgique, le redressement économique entamé au deuxième trimestre de 1993 s'est poursuivi au cours du dernier trimestre de 1994 : par rapport à la période correspondante de 1993, pendant laquelle l'activité économique avait été freinée par de mauvaises conditions climatiques et par des mouvements de grève au mois de novembre, le PIB a progressé de 3,7 p.c.

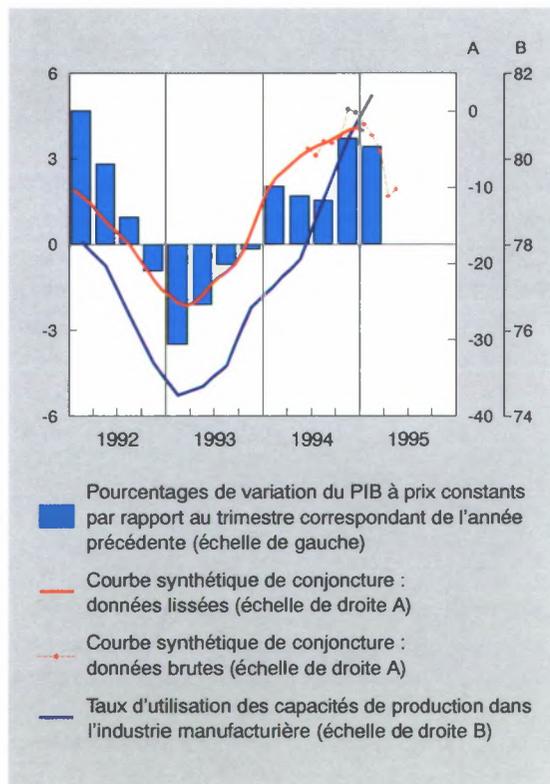
Au cours des trois premiers mois de 1995, l'évolution de l'activité est demeurée bien orientée, même si le rythme de progression a été un peu plus lent qu'au dernier trimestre de 1994. Selon les premières estimations, la croissance du PIB au premier trimestre s'est élevée à 3,4 p.c., la progression s'étant surtout pour-

suivie dans l'industrie manufacturière : l'activité y a progressé de 6 p.c. par rapport à la même période de l'année passée. En outre, le taux d'utilisation des capacités de production y a de nouveau augmenté et a atteint un maximum de 81,5 p.c.

Les résultats des enquêtes mensuelles de conjoncture, dans lesquelles les entreprises communiquent leur évaluation qualitative de la conjoncture, donnent en revanche une image moins positive. Ils témoignent, tout comme dans d'autres pays, de la confiance hésitante des entrepreneurs et reflètent une certaine dichotomie dans la situation économique actuelle : alors que l'évolution du PIB et du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière indique que la production a continué de croître au cours des premiers mois de 1995, les résultats récents des enquêtes de conjoncture montrent que les entrepreneurs, dont la confiance s'était en grande partie rétablie en 1994, sont devenus moins optimistes depuis le début de 1995 et semblent considérer que le rythme d'accroissement de l'activité pourrait faiblir.

GRAPHIQUE 5 — ACTIVITE ECONOMIQUE

(données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

Compte tenu de la forte croissance du PIB pendant le dernier trimestre de 1994 et les premiers mois de 1995, qui a déjà conduit certaines branches d'activité à utiliser au maximum leurs capacités de production, un ralentissement du rythme de croissance dans les mois suivants ne devrait pas hypothéquer la reprise économique. L'augmentation en volume du PIB atteindrait environ 2,3 p.c. cette année, soit une hausse similaire à celle de l'année passée.

Exportations de biens et services

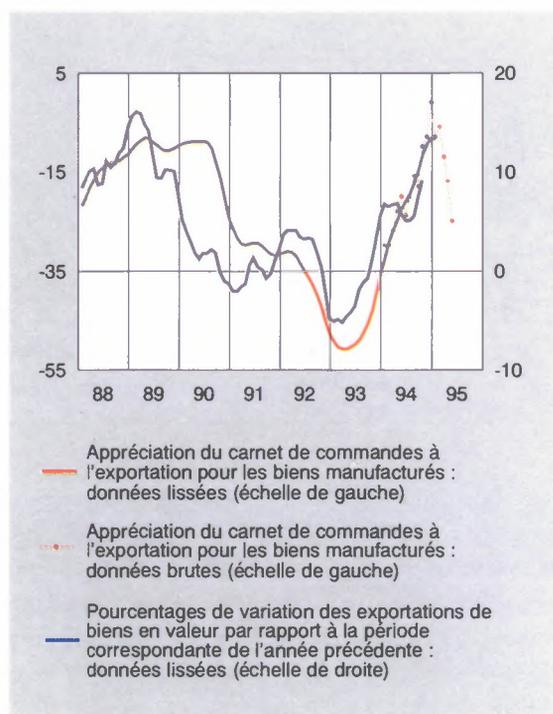
La demande extérieure, qui a été le moteur de la reprise de l'activité, demeurerait soutenue en 1995, grâce à l'expansion vigoureuse des marchés à l'exportation de la Belgique.

Aucune information statistique sur l'évolution des exportations de biens et services n'est encore disponible pour les premiers mois de

1995¹. Néanmoins, les informations qualitatives issues des enquêtes mensuelles de conjoncture concernant l'appréciation du carnet de commandes à l'exportation pour les biens manufacturés indiquent qu'en dépit d'un certain piétinement de la croissance des exportations, celles-ci sont demeurées à un niveau élevé au cours des premiers mois de 1995.

GRAPHIQUE 6 — EXPORTATIONS DE BIENS

(données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

Selon les prévisions les plus récentes de l'OCDE, la croissance du commerce mondial de biens atteindrait encore près de 9 p.c. en 1995, en recul d'environ un point de pourcentage par rapport à 1994. Les producteurs de l'UEBL bé-

néficient toutefois de l'accroissement de la demande en provenance des trois pays voisins : en moyenne, les volumes importés par ces derniers augmenteraient plus rapidement qu'en 1994. Ils devraient donc subir un ralentissement beaucoup plus limité de l'expansion de leurs marchés à l'exportation. La progression des exportations de biens et services ne se ralentirait que légèrement, revenant de 8,1 p.c. en 1994 à 7,6 p.c. cette année.

Investissements des entreprises

Contrairement à l'an passé, l'activité ne serait plus exclusivement soutenue par la demande extérieure. Après une reprise modérée de 1,3 p.c. en 1994, les dépenses intérieures exprimées à prix constants augmenteraient de 2,2 p.c. en 1995, et contribueraient ainsi de manière prépondérante à la croissance économique. Cette accélération résulterait essentiellement de l'évolution des dépenses des entreprises.

La reprise de l'activité, en cours depuis déjà plus de deux ans, a en effet conduit les entreprises à réviser à la hausse leur propension à investir, jusqu'alors en baisse.

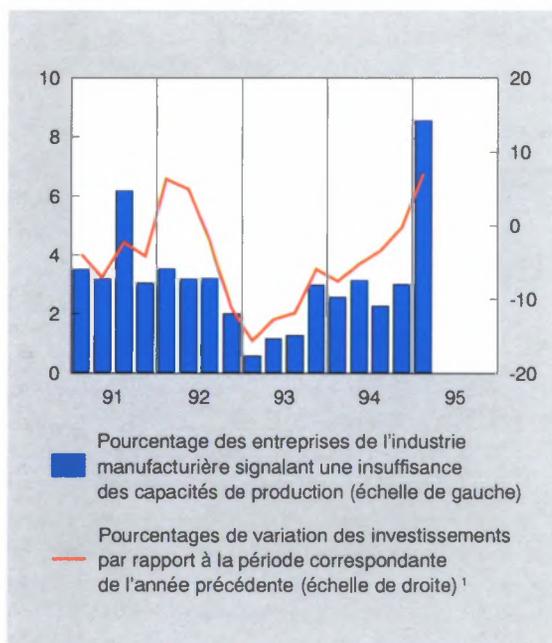
Outre la demande, les bénéfices des entreprises constituent également un déterminant important des investissements. Du fait de la nette amélioration de la conjoncture, l'excédent brut d'exploitation des entreprises a augmenté en 1994. Grâce au net élargissement de la marge bénéficiaire unitaire, sa progression devrait encore s'accélérer, passant de près de 4 p.c. en 1994 à plus de 10 p.c. cette année. La hausse en volume des ventes finales en 1995 devrait être du même ordre de grandeur qu'en 1994.

Les premiers signes de la reprise des investissements ont été perceptibles à l'automne 1994, soit six trimestres après le retournement de l'évolution du PIB. Les indicateurs disponibles montrent que cette reprise s'est accentuée au cours des premiers mois de 1995, à l'exception des transports où les dépenses d'investissement ont fortement diminué au premier tri-

¹ Compte tenu de la modification, le 1^{er} janvier 1995, de la réglementation de l'IBLC relative à la méthode de collecte des données pour l'établissement de la balance des paiements de l'UEBL, aucune donnée concernant les exportations et importations de biens et services en 1995 n'était encore disponible au moment de la mise sous presse de cet article. Par ailleurs, depuis l'introduction d'Intrastat au début de 1993, les statistiques sur le commerce international ne sont publiées qu'avec un retard considérable, de telle sorte que ces données ne fournissent encore aucune indication pour 1995.

mestre¹. Ainsi, les investissements des entreprises — à l'exclusion des transports — ont nettement augmenté : pour les trois premiers mois de l'année, ils ont progressé de plus de 7 p.c. en valeur par rapport à la période correspondante de 1994.

GRAPHIQUE 7 — INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES A PRIX COURANTS



Source : BNB.

¹ A l'exclusion des transports.

Les entreprises de l'industrie manufacturière, qui avaient fortement réduit leurs dépenses d'investissements au cours des années précédentes, sont celles qui ont le plus modifié leur comportement en matière d'investissement depuis l'automne 1994. La hausse de la demande, soutenue par les exportations, a conduit à une forte augmentation de l'utilisation des capacités de production : le taux d'utilisation de celles-ci, en nette progression depuis la mi-1993, a de nouveau affiché une hausse pendant le premier trimestre de 1995, s'élevant à 81,5 p.c., soit un niveau légèrement supérieur au sommet précé-

¹ Il convient de traiter séparément les investissements dans les transports, qui sont fortement influencés par d'importants projets d'investissements d'entreprises publiques, comme celui du TGV, en cours d'exécution. Ces investissements sont en effet soumis à de fortes variations d'un trimestre à l'autre.

dent, atteint à la fin de 1989. De plus, le nombre d'entreprises qui ont atteint les limites de leurs capacités de production a encore augmenté : au cours du premier trimestre, près de 10 p.c. des entreprises ont en effet déclaré être dans ce cas.

Cette évolution laisse présager un effort d'investissement important dans certaines branches en 1995. Les résultats les plus récents de l'enquête semestrielle sur les investissements dans l'industrie manufacturière révèlent une tendance similaire : pour l'ensemble de 1995, les dépenses d'investissements des entreprises de l'industrie manufacturière progresseraient de plus de 12 p.c. en valeur. Cette progression serait particulièrement marquée dans les branches qui ont le plus profité de la reprise conjoncturelle en 1994, comme les fabrications métalliques, les métaux non ferreux et la chimie. En revanche, les entreprises spécialisées dans la production de biens de consommation, comme les industries textile et alimentaire, prévoient encore un recul de leurs investissements.

TABLEAU 4 — DEPENSES D'INVESTISSEMENTS PROJETEES PAR L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE EN 1995

(pourcentages de variation à prix courants par rapport à 1994)

Fer et acier	-22,6
Métal	24,6
Chimie	28,7
Non-ferreux	112,2
Textile	-33,7
Alimentation	-9,4
Autres	13,6
TOTAL	12,4

Source : BNB, enquête sur les investissements (mai 1995).

Sur la base des statistiques de la TVA disponibles pour les premiers mois de l'année, il semble que les investissements des entreprises spécialisées dans les services marchands, qui avaient déjà légèrement progressé en 1994, augmenteront de manière plus vigoureuse. Les investissements de la branche « électricité, gaz, eau » ainsi que ceux des entreprises publiques, qui s'étaient fortement accrus de 1990 à 1993, devraient, comme en 1994, se stabiliser à un niveau relativement élevé.

Dans l'ensemble, après quatre années consécutives de contraction, le volume des investissements des entreprises augmenterait d'environ 8 p.c. en 1995. Le taux d'investissement des entreprises, soit le rapport entre leur formation brute de capital fixe et le PIB, devrait ainsi s'élever à plus de 11 p.c. Ce niveau se situe encore 2,5 points de pourcentage environ au-dessous de celui de 1990, mais est comparable à celui des principaux partenaires commerciaux.

Dépenses des particuliers

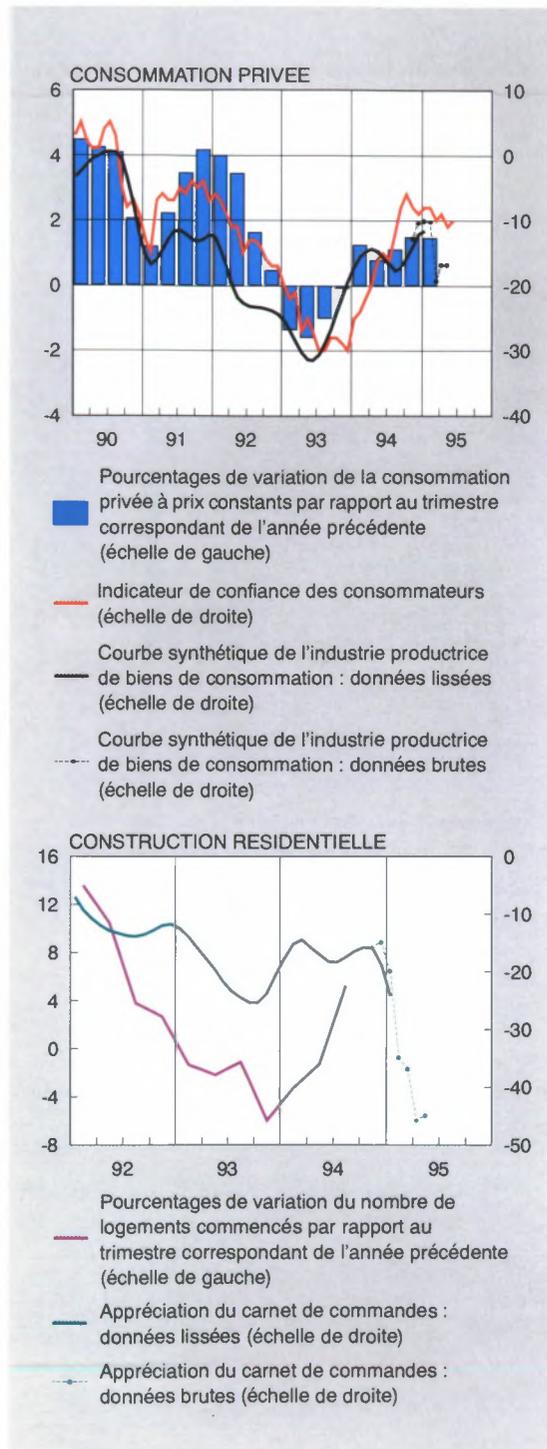
Les dépenses des particuliers devraient également se redresser, mais dans une mesure très limitée. Au cours du premier trimestre de 1995, la consommation privée a progressé de 1,5 p.c. à prix constants par rapport à la période correspondante de l'année passée. Contrairement au début de 1994, les dépenses des particuliers n'ont pourtant pas bénéficié, pendant les premiers mois de 1995, de l'influence de l'augmentation traditionnelle des ventes de voitures liée au salon bisannuel de l'automobile. Selon les indications relatives aux mois suivants, la légère progression des dépenses de consommation se serait poursuivie, ce que confirment, au cours du deuxième trimestre de 1995, l'évolution de la courbe synthétique de l'industrie productrice de biens de consommation et celle de l'indicateur de confiance des consommateurs.

Sur l'ensemble de l'année 1995, les dépenses de consommation privée progresseraient de quelque 1,4 p.c. en volume, soit un rythme un peu plus soutenu qu'au cours de l'année précédente. Cette accélération résulterait essentiellement de l'évolution du revenu disponible des particuliers, qui progresserait cette année de près de 1 p.c. en termes réels, alors qu'il avait reculé en 1994.

Compte tenu du blocage des augmentations salariales réelles dans les entreprises, à l'exclusion du glissement des salaires, ainsi que de la moindre incidence, dans la fonction publique, de la révision des barèmes sur la croissance de la masse salariale, l'augmentation du revenu disponible des particuliers à prix constants serait

GRAPHIQUE 8 — DEPENSES DES PARTICULIERS

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, INS, BNB.

imputable à d'autres facteurs. Dans les entreprises, l'emploi progresserait légèrement. Les revenus de la propriété augmenteraient pour leur part à la suite de la hausse des loyers et des dividendes. La croissance des transferts nets à

TABLEAU 5 — PIB ET PRINCIPALES CATEGORIES DE DEPENSES AUX PRIX DE 1985

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

	1992	1993	1994	1995 e
Consommation privée ¹	2,4	-1,0	1,1	1,4
Dépenses publiques	0,8	0,8	1,8	1,4
Logements	12,5	-3,9	2,2	1,5
Formation brute de capital fixe des entreprises	-4,5	-8,8	-0,8	8,0
Variation de stocks ²	0,1	-0,2	0,3	...
Total des dépenses intérieures	1,7	-2,1	1,3	2,2
Exportations de biens et services	3,9	1,6	8,1	7,6
Total des dépenses finales	2,8	-0,3	4,6	4,9
Importations de biens et services	4,2	1,3	7,2	7,5
p.m. Exportations nettes de biens et services ²	-0,4	0,2	0,8	0,1
PIB avant ajustements statistiques	1,4	-1,9	2,1	2,3
Ajustements statistiques ²	0,4	0,3	0,1	...
PIB	1,8	-1,6	2,2	2,3

Sources : ICN, BNB.

¹ Données hors ajustements statistiques. Ces derniers figurent dans une rubrique séparée.

² Contribution à la variation du PIB.

destination des pouvoirs publics se ralentirait nettement, les modifications du cadre législatif en matière fiscale et sociale — qui avaient exercé une influence déterminante en 1994 — jouant moins au cours de l'année sous revue.

Malgré une nouvelle baisse, le taux d'épargne des particuliers se situerait encore à 19 p.c. de leur revenu disponible, soit un niveau historiquement élevé.

Comme pour la consommation, une légère progression est également attendue pour les dépenses en logements, qui sont principalement influencées par l'évolution du revenu disponible des particuliers et par celle des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires. Compte tenu des délais entre la décision de bâtir et la réalisation des projets, les variations de ces deux facteurs n'influencent le volume des dépenses en logements qu'avec retard. Ainsi, la forte diminution des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires au début de 1994 a donné lieu à un accroissement prononcé du nombre de logements commencés dans la seconde moitié de l'année, dont l'incidence sur le volume des dépenses a continué à se faire sentir au cours du premier semestre de 1995.

Les indications relatives à l'appréciation du carnet de commandes dans la branche de la construction résidentielle, de même que les résultats les plus récents de l'enquête trimestrielle auprès des architectes — qui montrent une forte détérioration du volume des projets fermes, des missions d'avant-projet et des prévisions pour les trois prochains mois — incitent à moins d'optimisme pour le second semestre de l'année et refléteraient notamment l'influence négative exercée par la hausse des taux enregistrée dans le courant de l'année passée. Pour l'ensemble de l'année 1995, la croissance des dépenses en logements atteindrait encore quelque 1,5 p.c. en volume. La légère hausse du revenu disponible réel des particuliers en 1995, de même que la baisse récente des taux d'intérêt des crédits hypothécaires, n'exerceront que peu d'effets cette année.

Exportations nettes de biens et services

Grâce au soutien de dépenses intérieures plus dynamiques, les dépenses finales devraient progresser à un rythme plus marqué en 1995, de l'ordre de 4,9 p.c. Compte tenu de cette

accélération, les importations de biens et services croîtraient également plus rapidement, à un rythme voisin de celui des exportations. Au total, la contribution nette des exportations de biens et services serait presque nulle, alors qu'elle a été positive en 1994.

3. MARCHE DE L'EMPLOI

Chômage

Au cours du dernier trimestre de 1993, les premiers signes de la reprise conjoncturelle entamée au début de l'année ont commencé à être perceptibles sur le marché de l'emploi. L'accélération de la hausse du chômage s'est en effet arrêtée en octobre de cette année-là : l'augmentation annuelle du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés s'est ralentie et ce mouvement s'est poursuivi au cours de l'année

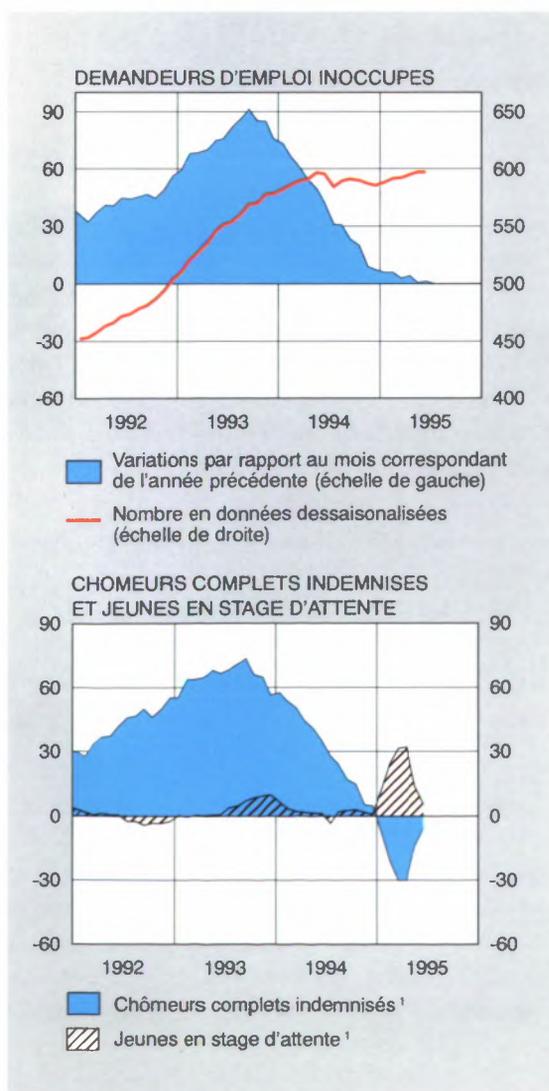
1994. Ce revirement a été avant tout d'ordre conjoncturel, mais les mesures prises par le gouvernement, en particulier le plan d'embauche des jeunes, ont sans doute aussi joué un rôle. Depuis le début de 1995, cette tendance s'est affaiblie. Les résultats obtenus jusqu'à présent sur le marché du travail restent donc modestes. Le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés a atteint, en données corrigées des variations saisonnières, un sommet aux alentours de la mi-1994, mais n'a pas diminué depuis lors : à la fin de juin 1995, il se situait toujours à un niveau proche de celui de l'année précédente.

L'analyse du chômage selon la durée d'inactivité ne peut s'effectuer que sur la base plus restreinte des données relatives aux chômeurs complets indemnisés, qui ne comprennent pas, entre autres, les chômeurs privés temporairement d'allocations et les jeunes en stage d'attente. Les données relatives à 1995 doivent être interprétées avec prudence, car elles sont biaisées par une modification de la réglementation. En effet, le plan global prévoyait un allongement de trois mois du stage d'attente pour les jeunes quittant l'école qui se sont inscrits comme demandeurs d'emploi à partir du 1^{er} juillet 1994. Concrètement, cela signifie qu'en 1995 les jeunes sans emploi n'apparaissent pas, comme les autres années, dans les chiffres des chômeurs complets indemnisés en janvier ou février, mais seulement au cours du deuxième trimestre. Ainsi, au premier trimestre de 1995, 50.000 jeunes en moyenne se trouvaient en stage d'attente, contre seulement 26.000 les trois premiers mois de 1994. L'afflux plus tardif de jeunes sans emploi dans les statistiques du chômage complet indemnisé flatte l'évolution de celui-ci au premier trimestre mais en noircit l'image au deuxième trimestre.

Les données jusqu'à la fin de 1994 montrent clairement que l'amélioration conjoncturelle a uniquement bénéficié au chômage de courte durée. Abstraction faite de la période où l'allongement du stage d'attente a perturbé les chiffres, il semble que le recul du chômage de courte durée ne s'est pas poursuivi en 1995 : en juin, la diminution annuelle était légèrement inférieure à celle de décembre 1994. En revanche, le chômage de longue durée s'est accru depuis le début de cette année à un rythme nettement plus lent, parce que moins de chômeurs de courte durée sont restés plus d'un an sans em-

GRAPHIQUE 9 — CHOMAGE

(milliers d'unités)



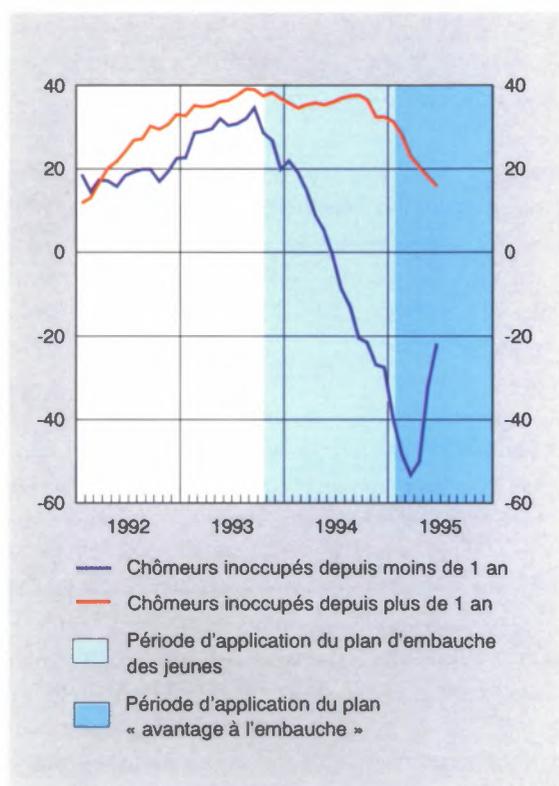
Source : ONEM.

¹ Variations par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

ploi. Cette évolution pourrait aussi être liée au remplacement du plan d'embauche des jeunes — en vigueur d'octobre 1993 à décembre 1994 et destiné aux chômeurs de moins de 26 ans inoccupés depuis au moins six mois — par le plan « avantage à l'embauche » — qui a démarré au début de 1995 et qui est orienté vers les chômeurs de longue durée quel que soit leur âge.

GRAPHIQUE 10 — CHOMEURS COMPLETS INDEMNISES SELON LA DUREE D'INACTIVITE

(variations par rapport au mois correspondant de l'année précédente, milliers d'unités)



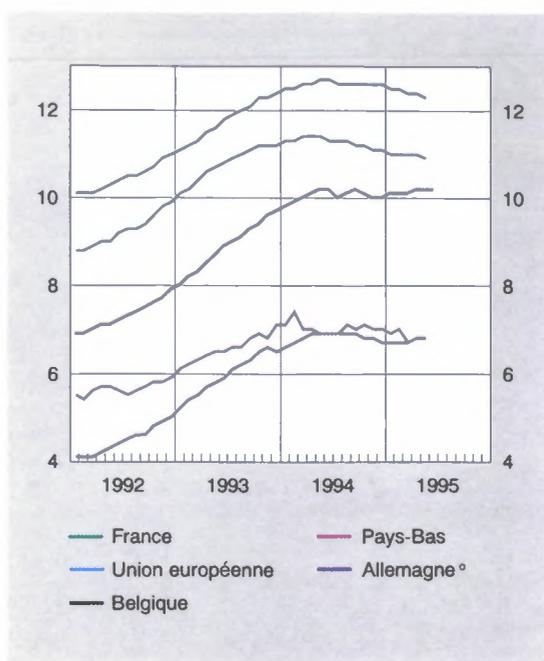
Source : ONEM.

Sur la base des taux de chômage harmonisés de la CE, établis à partir d'enquêtes mesurant la disponibilité effective des chômeurs, le taux de chômage de l'Union européenne dans son ensemble a diminué depuis la mi-1994. Cependant, dans les pays voisins, l'évolution récente du chômage suit un profil similaire à celui de la Belgique : le taux de chômage y stagne aussi à un niveau élevé.

En ce qui concerne la Belgique, l'évolution du chômage doit être examinée en tenant

GRAPHIQUE 11 — COMPARAISON INTERNATIONALE DU TAUX DE CHOMAGE

(pourcentages de la population active civile, données mensuelles dessaisonnalisées)



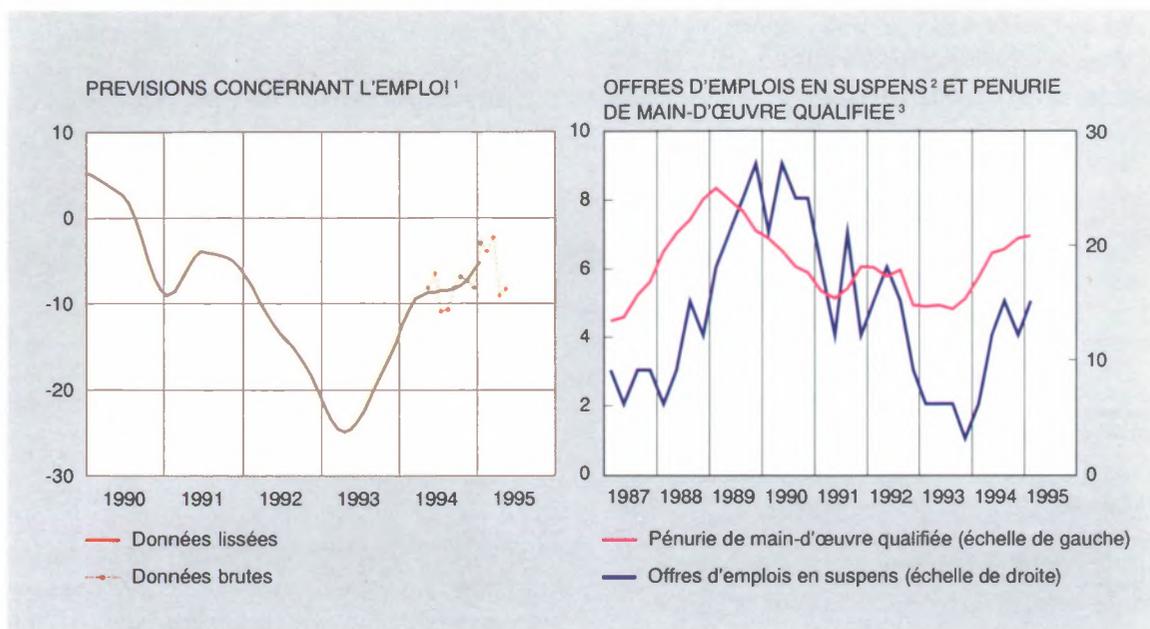
Source : CE.

compte de la poursuite de la forte réduction du nombre d'ayants droit à une allocation de chômage qui ne sont pas compris parmi les demandeurs d'emploi inoccupés. Ainsi, le nombre de travailleurs à temps partiel involontaires était, en mai 1995, inférieur d'environ 20.000 à la situation prévalant l'année précédente, tandis que, pendant la même période, le nombre des prépensions conventionnelles, celui des interruptions de carrière et celui de chômeurs âgés diminuaient respectivement de 2.200, 1.800 et 1.300 unités.

Emploi

Après un sommet de 35.000 unités en 1990, l'accroissement de la population active est progressivement revenu à 16.000 en 1994, rythme auquel il devrait approximativement se maintenir en 1995. Dans une période où la population active continue à augmenter, la stabilisation du nombre de demandeurs d'emploi indique une création d'emplois.

Les rares données disponibles sur les récentes évolutions du marché de l'emploi confirment



Sources : ONEM, BNB.

¹ Moyenne pondérée des résultats des enquêtes mensuelles de conjoncture relatifs aux perspectives de l'emploi dans l'industrie manufacturière et dans la construction.

² Moyennes trimestrielles dessaisonnalisées, en milliers.

³ Pourcentage d'entreprises de l'industrie manufacturière confrontées à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée.

cette tendance. Les enquêtes mensuelles de conjoncture de la Banque indiquent une évolution favorable des perspectives d'emploi dans l'industrie manufacturière et dans la construction. Les offres d'emploi en suspens ont fortement augmenté en 1994 et au cours des premiers mois de 1995, signe que de nombreuses places vacantes n'ont pas été pourvues. Des données qualitatives de l'enquête de la Banque sur les capacités de production dans l'industrie manufacturière montrent également que de plus en plus d'entrepreneurs, surtout dans l'industrie des produits semi-finis et des biens d'investissement, sont confrontés à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée.

D'après ces indicateurs, il semble que l'emploi augmente à nouveau en 1995, après trois ans de recul ininterrompu. Toutefois, la progression globale des effectifs occupés, estimée à 16.000 unités, soit 0,4 p.c., entre juin 1994 et juin 1995 ne compenserait que partiellement les 27.000 emplois perdus au cours des douze mois précédents.

Seules les entreprises procéderaient à des engagements nets. Le nombre de postes de tra-

vail en juin 1995 y était, selon les estimations, supérieur de 21.000 à celui de l'année précédente, soit en moyenne annuelle une hausse de 0,6 p.c. Si l'on exprime l'emploi dans les entreprises en années de travail à temps plein, le volume de travail progresserait de 0,7 p.c. sur une base annuelle. L'augmentation légèrement plus marquée en années de travail à temps plein qu'en nombre de personnes occupées résulte de l'évolution du chômage temporaire et du travail à temps partiel. Sous l'influence de facteurs climatiques et conjoncturels, ainsi que de l'application d'une réglementation plus stricte, le chômage temporaire reviendrait à un niveau inférieur à celui de l'année passée. Le travail à temps partiel ne se développerait que modérément : les mesures d'économie prises ces dernières années en matière d'interruption de carrière à temps partiel et de chômage à temps partiel exercent encore un effet. Par ailleurs, les plans d'entreprise visant à redistribuer le travail, qui encouragent, entre autres, le travail à temps partiel, ont jusqu'à présent obtenu peu de succès. On peut supposer par conséquent que la Belgique n'a pas comblé son retard par rapport à la moyenne européenne en ce qui concerne le travail à temps partiel.

La création d'emplois dans les entreprises serait partiellement contrebalancée par un nouveau recul du nombre de postes de travail dans le secteur des pouvoirs publics. En raison de la suppression du service militaire et de mesures de rationalisation dans les forces armées, plus de 5.000 emplois auraient été détruits dans le secteur des

pouvoirs publics entre juin 1994 et juin 1995. Ils n'ont été que très partiellement compensés par des engagements dans le cadre des contrats de sécurité. Le plan de partage du temps de travail dans le secteur des pouvoirs publics, qui n'est entré en application que le 1^{er} avril 1995, n'aurait pas encore d'effets significatifs cette année.

TABLEAU 6 — DEMANDE ET OFFRE D'EMPLOIS

	1992	1993 e	1994 e	1995 e
<i>Variations en milliers d'unités (données au 30 juin)</i>				
I. Population active	27	23	16	17
II. Emploi				
Entreprises				
Salariés	-15	-45	-18	16
Indépendants	1	-2	6	5
Total	-15	-47	-12	21
Pouvoirs publics	-2	-5	-15	-5
Travail frontalier (solde)	-1	-1	-1	...
Total	-18	-53	-27	16
III. Chômage (I-II)	45	76	43	1
p.m. Taux de chômage ¹ (dessaïsonalisé, pourcentages de la population active civile)	7,2	8,8	10,2	10,2
<i>Variations en pourcentage par rapport à l'année précédente (moyennes annuelles)</i>				
Nombre de personnes employées dans les entreprises	-0,5	-1,2	-0,3	0,6
Nombre d'années de travail à temps plein dans les entreprises ..	-0,9	-1,8	...	0,7

Sources : Ministère de l'Emploi et du Travail, INAMI, ONEM, INS, CE, BNB.

¹ Définition harmonisée de la CE.

4. PRIX ET COUTS

Prix

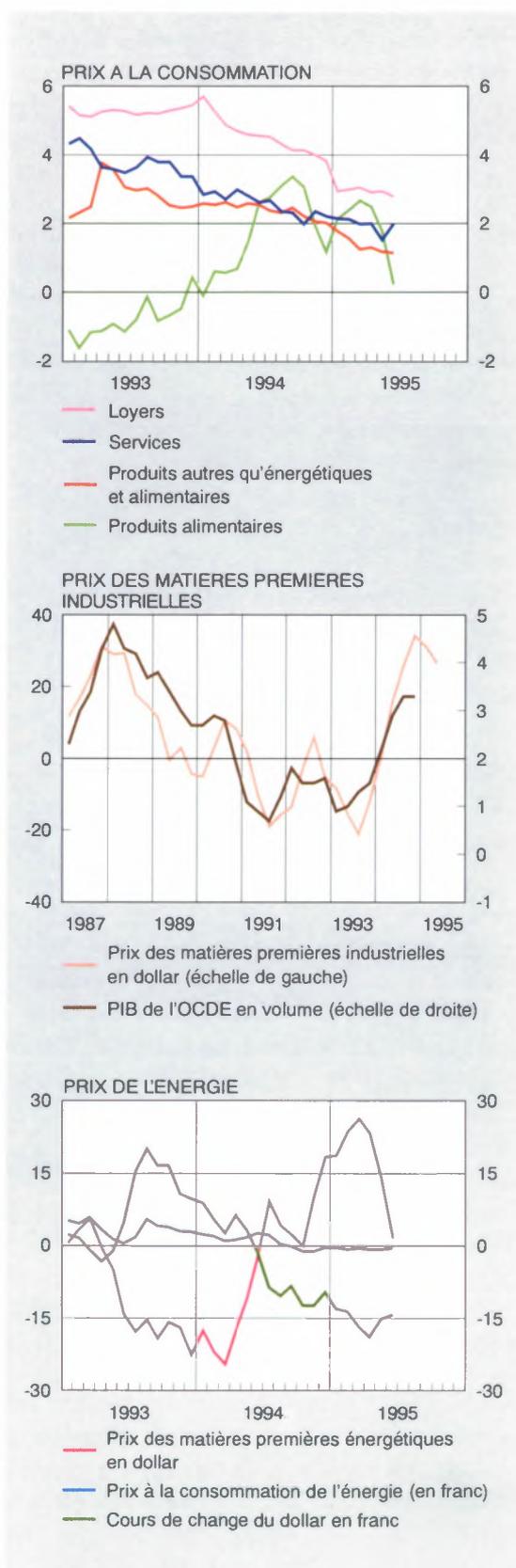
La tendance au ralentissement de l'inflation apparue au milieu de l'année passée s'est poursuivie au cours des premiers mois de 1995. La hausse de l'indice général des prix à la consommation, calculée sur douze mois, a atteint 1,3 p.c. en juin 1995, soit le niveau le plus bas des dernières années : la Belgique est ainsi un des pays de l'Union européenne qui enregistrent les meilleures performances en matière d'inflation.

Ce résultat a été obtenu grâce à la hausse du cours de change effectif, qui a pesé sur les prix des importations destinées à la consommation privée et qui a concouru au ralentissement de la progression des éléments de coûts intérieurs qui influencent les prix à la consommation. Les mesures visant à la maîtrise de ces coûts et la disparition progressive de l'incidence de l'augmentation des impôts indirects ont aussi contribué à la réduction graduelle du rythme d'augmentation des prix. Ces évolutions se reflètent le plus nettement dans les prix des services et des produits autres qu'énergétiques et alimentaires.

La forte augmentation des prix en dollar des matières premières industrielles sur les marchés internationaux depuis le milieu de 1993 n'a encore exercé que peu d'influence sur le rythme d'inflation. Le poids direct de ces produits dans la consommation privée est en effet très faible et l'appréciation du franc a permis de ralentir l'augmentation des prix des biens importés exprimés en monnaie nationale. L'évolution des prix des matières premières industrielles est sans conteste liée aux variations conjoncturelles de l'activité économique, quoique des études du Fonds monétaire international aient montré qu'elle s'explique de plus en plus par des facteurs structurels, notamment au niveau de l'offre. Il semble toutefois que l'augmentation des prix sur les marchés des matières premières en 1994 ait été plus élevée que ne le laissaient prévoir les seules évolutions conjoncturelles, en raison notamment du rôle joué par la spéculation, dans une période où les gains en capitaux sur les marchés financiers étaient moins aisés à réaliser. La réduction du

GRAPHIQUE 13 — PRIX A LA CONSOMMATION : COMPOSANTES ET PRINCIPAUX DETERMINANTS

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



Sources : HWWA, MAE, BNB.

rythme d'augmentation des prix des matières premières depuis mars 1995 pourrait donc être plutôt attribuée à la correction de ce mouvement spéculatif qu'à l'évolution conjoncturelle.

Les hausses de prix des produits énergétiques sur les marchés internationaux se répercutent presque immédiatement auprès des consommateurs, mais leur influence directe sur les prix à la consommation est moindre que celle de la fiscalité indirecte. L'augmentation sensible des prix de l'énergie en dollar, à la fin de 1994 et au début de 1995, a été compensée par l'appréciation du franc vis-à-vis du dollar.

Les prix des produits alimentaires sont traditionnellement sensibles aux facteurs d'offre, et aux conditions climatiques en particulier. Ainsi, le rythme soutenu d'accroissement des prix de ces produits, entre janvier et avril 1995, s'explique par la hausse très vive du prix des pommes de terre résultant de la mauvaise récolte de l'année précédente, le gonflement des prix du café sur les marchés mondiaux ainsi que le renchérissement des fruits et légumes. Par la suite, les prix des produits alimentaires ont progressé nettement moins rapidement, ce qui a contribué au ralentissement de l'inflation.

A partir du mois de février, tous les loyers ont enregistré au moins une adaptation annuelle en fonction de l'indice-santé. L'effet modérateur exercé sur la progression des loyers par le changement de l'indice de référence a donc commencé à s'estomper, entraînant automatiquement une accélération de la hausse des loyers. Cette incidence a toutefois été limitée en raison de la diminution de l'inflation, et l'augmentation des loyers s'est stabilisée aux alentours de 3 p.c.

Le taux d'accroissement du prix des services et surtout des loyers reste toutefois supérieur à celui des biens.

Sur la base de l'inflation observée pour les six premiers mois de l'année, la hausse de l'indice général des prix à la consommation est estimée à 1,7 p.c. pour l'ensemble de cette année, contre 2,4 p.c. en 1994. Alors qu'en 1994 les effets des modifications de la fiscalité indirecte sur l'évolution des prix avaient contribué pour 0,7 point à l'augmentation des prix, ce facteur ne jouerait plus en 1995, en l'absence de nouvelles modifications.

Coûts

En Belgique, le ralentissement de l'inflation se répercute très rapidement sur l'évolution des coûts qui, en outre, a encore bénéficié, en 1995, de l'incidence de diverses mesures gouvernementales. L'introduction de l'indice-santé en lieu et place de l'indice général des prix à la consommation comme référence pour l'indexation des salaires a exercé, en 1994, une influence modératrice estimée à un point de croissance. En 1995, cette substitution d'indice devrait encore freiner la progression des salaires, mais dans une nettement moindre mesure. Les mesures prises dans le cadre du plan global portant sur les années 1995 et 1996 devraient arrêter la progression, en termes réels, des coûts salariaux dans les entreprises si on ne tient pas compte du glissement des salaires. En outre, la réduction supplémentaire — pour un montant d'environ 13 milliards — des cotisations de sécurité sociale des employeurs contribue également à l'allègement du coût du facteur travail. En 1995, la progression des coûts salariaux par personne occupée, qui s'élèverait, selon les estimations, à 1,6 p.c., serait compensée par l'augmentation de la productivité, de sorte que les coûts salariaux par unité produite resteraient pratiquement stables, comme en 1994.

Les autres coûts d'origine intérieure ne varieraient pas plus. Le renchérissement des biens et services importés ne serait que de 1 p.c. environ grâce à l'appréciation du franc — il dépasserait 5 p.c. lorsque ces prix sont exprimés en monnaies étrangères. Dès lors, l'ensemble des coûts des entreprises resterait pratiquement stable en 1995. Compte tenu de la hausse moyenne des prix de vente unitaires sur les marchés intérieur et extérieurs, ces évolutions entraîneraient une progression de l'excédent brut d'exploitation par unité vendue de l'ensemble du secteur des entreprises, qui atteindrait environ 5 p.c. La hausse, entamée en 1994, de la part du revenu disponible de ce secteur dans le revenu national devrait ainsi se poursuivre en 1995.

Le degré élevé d'ouverture de l'économie belge ne laisse aucune marge de dérive de ses coûts de production par rapport à ceux des principaux concurrents. Tous les coûts de production sont concernés. Certains d'entre eux, comme les prix des matières premières et de l'énergie, sont cependant en grande partie des

TABLEAU 7 — COÛTS SALARIAUX ET PRIX UNITAIRES DANS LES ENTREPRISES¹

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

	1992	1993	1994	1995 e
I. Coûts salariaux				
Rémunération par salarié pour une année de travail à temps plein	6,9	3,6	2,7	1,6
Augmentation résultant de :				
Cotisations de sécurité sociale des employeurs	-0,1	0,3	-1,0	-0,4
Indexations	2,7	2,6	1,4	1,5
Adaptations conventionnelles	2,3	0,9	1,4	...
Glissement des salaires	0,5	0,5	0,5	0,5
Autres facteurs ²	1,4	-0,7	0,3	...
Productivité par salarié par année de travail à temps plein	3,6	0,5	2,5	1,6
Coûts salariaux par unité produite³	3,2	3,1	0,2	...
II. Prix unitaires⁴				
Prix de vente unitaires	0,4	0,7	1,3	1,0
Sur le marché intérieur	2,6	2,5	2,4	1,7
A l'exportation	-1,1	-1,2	0,6	1,1
Coûts par unité vendue	0,3	0,5	1,6	0,5
Biens et services importés				
Coûts en monnaies étrangères ⁵	(-0,8)	(-2,1)	(2,7)	(5,4)
Cours de change ⁶	(-2,0)	(-0,4)	(-1,7)	(-4,1)
Coûts en franc	-2,7	-2,5	1,0	1,1
Coûts d'origine intérieure par unité produite ³	3,3	4,0	1,7	0,5
Coûts salariaux	3,2	3,1	0,2	...
Autres coûts d'origine intérieure ⁷	3,4	5,6	4,5	1,2
Excédent brut d'exploitation par unité vendue	0,9	1,9	-1,2	5,1

Sources : ICN, BNB.

¹ Entreprises publiques et privées.

² Cette rubrique comprend les augmentations accordées au niveau des entreprises à l'exclusion des adaptations conventionnelles, l'écart entre les indexations salariales estimées et effectives et les erreurs et omissions.

³ Par unité de valeur ajoutée dans les entreprises, à prix constants.

⁴ Les déterminants de la formation des prix et des coûts sont calculés sans tenir compte de l'influence éventuelle des ajustements statistiques qui assurent la réconciliation entre les trois optiques des comptes nationaux. En revanche, les prix de vente, les coûts de production par unité vendue et l'excédent brut d'exploitation par unité vendue les intègrent, sans qu'ils figurent explicitement au tableau parmi les déterminants.

⁵ Coûts obtenus en divisant l'évolution des coûts en franc par la variation du cours de change.

⁶ Cours de change moyen pondéré par les importations de biens et services. Un signe - indique une appréciation du franc.

⁷ Cette rubrique comprend les impôts indirects moins les subsides et l'excédent brut d'exploitation des indépendants.

contraintes communes aux différents pays, de sorte qu'en fin de compte, les coûts salariaux sont déterminants.

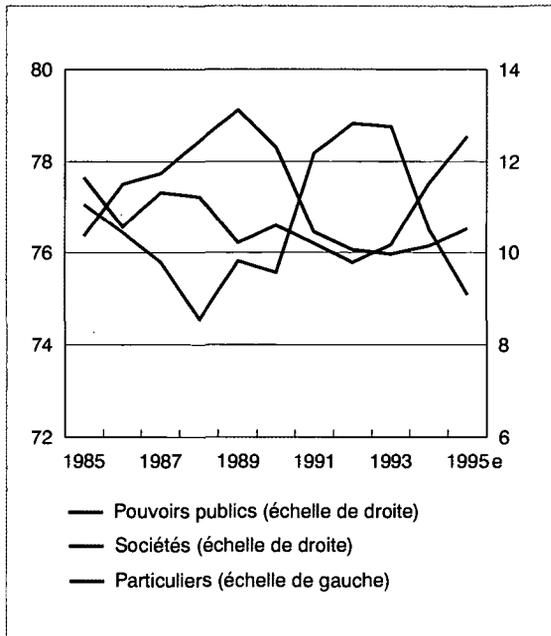
Les trois pays voisins sont les meilleures références pour l'évolution des coûts salariaux en Belgique. L'économie belge est fortement intégrée à celles de ces pays, qui représentent, si on tient compte non seulement des relations commerciales bilatérales, mais aussi de la concurrence sur les marchés tiers, un peu plus de 55 p.c. de la pression concurrentielle totale

à laquelle sont exposées les entreprises belges au niveau international. De plus, ces pays appartiennent au noyau de l'Union européenne, partagent une même tradition industrielle, et mènent également une politique économique et monétaire orthodoxe, axée sur la stabilité.

Divers indicateurs montrent que le niveau actuel des coûts en Belgique peut, en dépit d'une détérioration depuis la fin des années quatre-vingt, soutenir la comparaison avec celui des pays limitrophes. Selon la dernière enquête

GRAPHIQUE 14 — PART DU REVENU DISPONIBLE DES DIFFERENTS SECTEURS DANS LE REVENU NATIONAL

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

d'Eurostat sur les coûts du travail — qui porte sur l'année 1992 —, les salaires horaires par personne occupée dans l'industrie (hors énergie et eau) seraient supérieurs à ceux de la France et des Pays-Bas, mais inférieurs à ceux de la partie occidentale de l'Allemagne. Comparés à la moyenne des trois pays, calculée à l'aide des

pondérations utilisées dans la loi de sauvegarde de la compétitivité, les salaires horaires seraient quelque peu inférieurs. Sur la base des estimations des évolutions depuis lors, ce serait encore le cas en 1995.

Pour l'ensemble des entreprises belges, les coûts salariaux, exprimés sur une base horaire ou par personne occupée sur une base annuelle, se situeraient toutefois à un niveau plus élevé que la moyenne des trois pays voisins. La différence de productivité compenserait entièrement ce handicap en termes de concurrence : le niveau du coût salarial par unité produite pour l'ensemble des entreprises est en effet similaire à celui des trois pays limitrophes pris dans leur ensemble.

Ces évolutions des coûts salariaux se sont toutefois en partie exercées aux dépens de l'emploi. L'alourdissement de ces coûts par personne occupée a non seulement contribué à favoriser le facteur capital dans les stratégies de production, mais a souvent aussi porté le coût marginal du travail, en particulier pour les travailleurs non qualifiés, au-delà de la productivité marginale de ceux-ci, ou de la valeur que le marché accorde à leur production de biens et services. La croissance économique est ainsi devenue non seulement moins intensive en travail et plus intensive en capital, mais a aussi été freinée parce que la demande potentielle pour un certain nombre d'activités, en particulier dans le domaine des services, n'a pu s'exercer sur le marché.

5. EVOLUTIONS DES COURS DE CHANGE ET POLITIQUE DE CHANGE

Evolution récente des cours de change

Au cours des six premiers mois de l'année, le franc belge s'est apprécié en moyenne de 3,3 p.c. — c'est-à-dire par rapport à un ensemble de vingt monnaies et compte tenu du poids de chacun des pays concernés en tant que concurrent de l'UEBL sur les marchés intérieur et extérieurs. Par rapport aux monnaies qui, comme lui, appartiennent au mécanisme de change du SME et dont le cours-pivot n'a pas été modifié ces dernières années — à savoir le mark allemand, le franc français, le florin néerlandais, le schilling autrichien et la couronne danoise — le franc belge ne s'est, en moyenne, que très légèrement apprécié, d'un peu plus de 0,5 p.c.; en fait, au cours des dernières années,

le franc est resté très stable par rapport à ces monnaies. En revanche, de profondes modifications de cours ont été enregistrées entre toutes ces monnaies, d'une part, et le dollar des Etats-Unis, le yen et les monnaies d'autres pays européens, d'autre part.

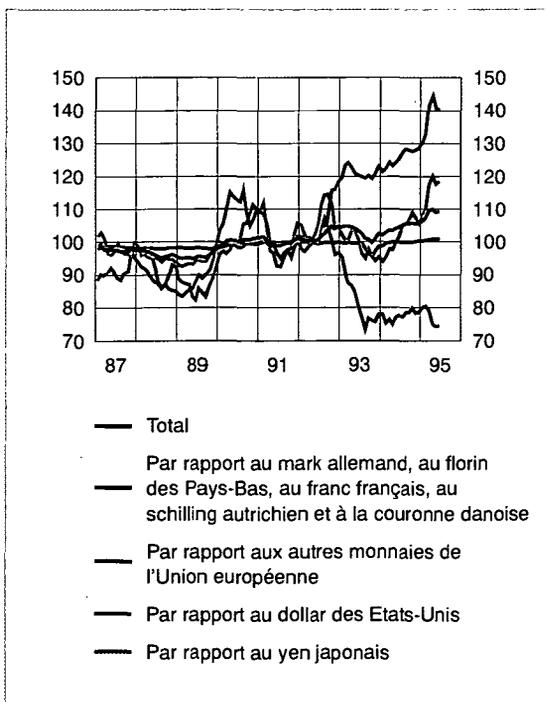
Le yen s'est surtout apprécié en 1993 et cette évolution a repris au premier semestre de 1995. Depuis la fin de 1994, le cours du dollar a, quant à lui, considérablement baissé par rapport à presque toutes les monnaies des autres pays industrialisés; ce phénomène est lié aux importants déficits extérieur et budgétaire des Etats-Unis, ainsi qu'à la perte de confiance qui en a découlé. Les dépréciations de certaines monnaies européennes — la livre sterling, la lire, la peseta et l'escudo — se sont produites sous la pression des marchés et en réaction à des dérapages antérieurs des coûts intérieurs. Ainsi, au Royaume-Uni et en Italie, les coûts salariaux ont augmenté de plus de 40 p.c. de 1987 à 1992, contre une hausse moyenne inférieure à 20 p.c. en Allemagne, en France, aux Pays-Bas et en Belgique. Au cours de cette période, ces derniers ont donc accumulé un avantage de compétitivité qui a disparu par la suite, lorsque la dérive des coûts salariaux au Royaume-Uni et en Italie a été compensée par la correction des cours de change. En Italie, cette correction a même été plus nette que ce qu'exigeait la dégradation de la position relative en termes de coûts. On observe néanmoins dans ces pays une accélération de l'inflation et de la progression des coûts intérieurs.

Ce sont donc essentiellement les modifications de cours de change des devises situées en dehors du noyau du SME qui ont provoqué l'appréciation du franc belge. Pendant les six premiers mois de 1995, le mark allemand, le florin néerlandais et le franc français se sont appréciés pour les mêmes raisons, respectivement de 4,4, 3,5 et 2,3 p.c. en moyenne.

Les autorités belges ont traditionnellement donné la préférence au maintien d'un cours de change le plus stable possible par rapport aux devises des pays limitrophes. En juin 1990, elles se sont en outre engagées formellement à lier le franc aux monnaies les plus stables du SME, plus particulièrement au mark allemand.

GRAPHIQUE 15 — COURS MOYEN PONDERE DU FRANC BELGE¹

(indices 1991 = 100)

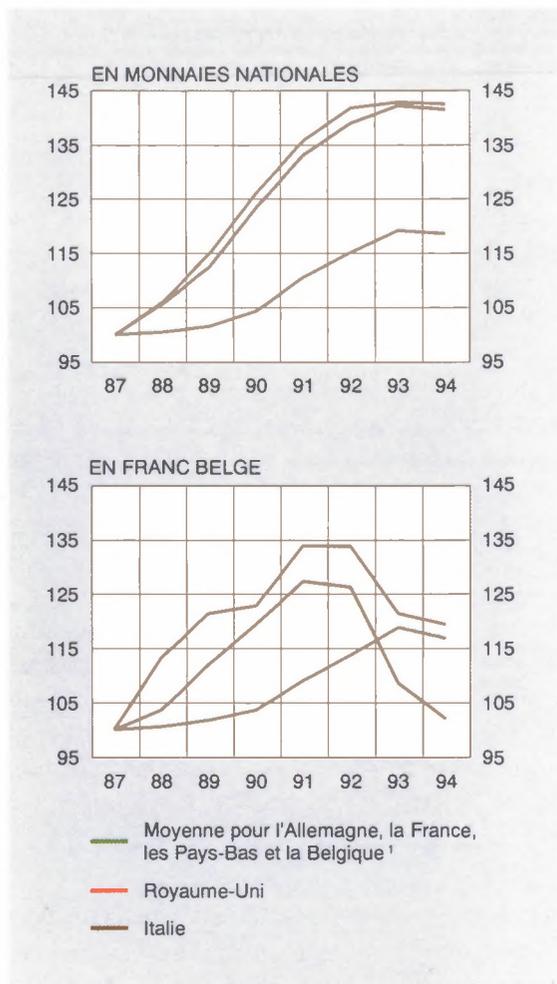


Source : BNB.

¹ Indice pondéré des variations du cours du franc vis-à-vis des monnaies des pays de l'OCDE, à l'exception de l'Islande, de la Turquie et du Mexique, le poids de chaque monnaie reflétant l'importance du pays correspondant comme concurrent des producteurs de biens manufacturés de l'UEBL, tant sur l'ensemble des marchés à l'exportation que sur le marché intérieur.

GRAPHIQUE 16 — COÛTS DU TRAVAIL PAR UNITÉ PRODUITE
DANS LE SECTEUR PRIVÉ

(indices 1987 = 100)



Source : OCDE.

¹ Les données ont été pondérées sur la base de la part respective de chaque pays dans la valeur ajoutée totale du secteur privé, après conversion en franc belge.

La théorie économique n'apporte aucune réponse définitive quant au régime de change à privilégier en toutes circonstances : les systèmes de taux de change fixes et de taux de change flottants présentent en effet l'un et l'autre des avantages et des inconvénients. Un choix rationnel dépend dès lors de conditions pouvant varier d'un pays à l'autre. En ce qui concerne la Belgique, le choix de la politique de change est justifié autant par les caractéristiques structurelles de l'économie que par les données macroéconomiques fondamentales.

Aucune politique de change ne peut être dictée par la situation individuelle de chaque agent économique ou entreprise envisagé séparément. La politique menée doit, au contraire,

être celle qui présente, pour l'ensemble de l'économie, le plus d'avantages tout en limitant autant que possible les inconvénients. Il ressortira de ce qui suit que la politique de change adoptée en Belgique est celle qui se rapproche le plus de cette situation optimale.

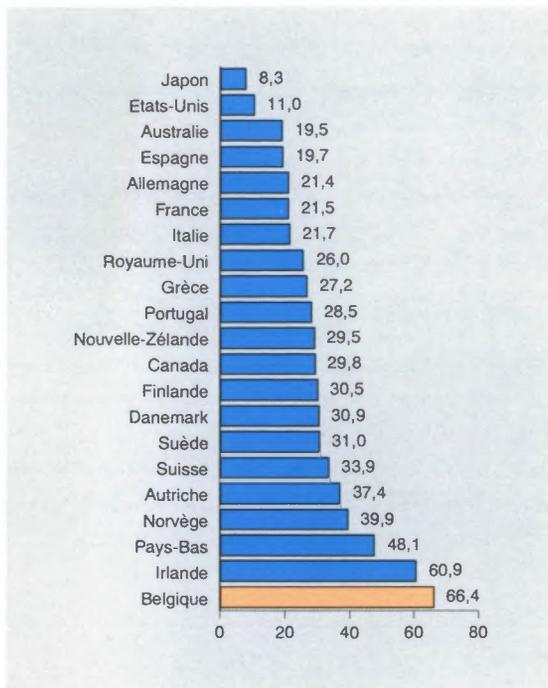
Il apparaîtra également que le choix d'une politique de change forme un tout. Ainsi, il est impossible de tirer parti d'une dépréciation tout en continuant à bénéficier des effets positifs pour la stabilité économique et monétaire d'un cours de change stable. Une politique de change claire est indispensable, en particulier pour maintenir les taux d'intérêt au niveau moyen le plus bas possible. A cet effet, la politique menée doit refléter non seulement une option à court terme mais aussi se poursuivre à plus long terme.

Relation entre cours de change et stabilité interne

Le choix d'un cours de change stable par rapport aux autres pays du noyau du SME s'explique en premier lieu par le caractère très ouvert de l'économie belge. Plus le degré d'ouverture d'une économie est grand, plus il est important d'éviter les coûts liés à des taux de change flottants. En effet, l'évolution non maîtrisée du cours de change accroît l'incertitude dans le domaine des échanges internationaux ; le coût des importations et les recettes d'exportations deviennent difficilement prévisibles. Tous ces éléments sont des facteurs de risques pour l'activité économique et l'emploi. En Belgique, l'abandon du ferme ancrage au mark impliquerait des risques très importants, car l'économie belge est l'une des plus ouvertes du monde : le degré d'ouverture, mesuré par le rapport entre la moyenne des importations et exportations de biens et services et le PIB, atteint plus de 66 p.c. en Belgique, c'est-à-dire nettement plus que dans la plupart des autres pays. De surcroît, les pays dont les monnaies font partie de la zone stable du SME forment la part prépondérante — un peu plus de 55 p.c. — du commerce extérieur de l'UEBL.

En raison de cette très grande ouverture, l'économie belge se caractérise par un lien étroit entre le cours de change et l'inflation intérieure. La maîtrise de cette dernière est un objectif très

GRAPHIQUE 17 — DEGRE D'OUVERTURE EN 1993¹



Sources : OCDE, BNB.

¹ Moyenne des exportations et importations de biens et services en pourcentages du PIB.

important pour tous les pays industrialisés, et donc aussi la Belgique. Il est d'ailleurs mentionné comme l'objectif prioritaire du futur Système européen de banques centrales par le traité sur l'Union européenne. L'expérience des années septante a en effet enseigné que les fortes hausses et l'instabilité des prix sont en définitive dommageables pour la croissance et l'emploi ; elles rendent incertaine la prévision des paramètres économiques et entraînent une redistribution arbitraire des revenus.

Or, dans une économie ouverte comme l'économie belge, la stabilité des prix ne peut être assurée si la politique de change est relâchée. Etant donné que, en Belgique, la consommation des ménages se compose directement et indirectement pour 34 p.c. de biens et services importés, toute dépréciation accélérerait le rythme de la hausse des prix à la consommation d'environ un tiers de l'augmentation des prix à l'importation. Dans le cas d'une dépréciation qui augmenterait les prix à l'importation exprimés en franc belge de 10 p.c. par exemple, l'inflation, mesurée sur la base des prix à la consommation, s'accélélerait donc mécaniquement de quelque 3,5 p.c. pour un taux d'importation donné.

Dans une économie où les salaires et les autres revenus sont adaptés aux prix — par des mécanismes d'indexation formels ou informels —, cette accélération de l'inflation conduirait finalement aussi à une forte augmentation des coûts du travail, ce qui risquerait d'amorcer un mouvement de spirale prix-coûts qui nourrirait encore davantage l'inflation.

Il va de soi qu'un tel scénario n'est pas compatible avec la stabilité monétaire, ni avec la sauvegarde de la compétitivité de l'économie belge. L'analyse de la structure des coûts de l'économie le démontre clairement. Le prix de revient des importations nécessaires à la réalisation des ventes finales de l'économie belge — tant à l'intérieur qu'à l'étranger — représente 41 p.c. de ces ventes. Cette composante des coûts s'alourdirait instantanément en cas de dépréciation. Les autres coûts — principalement la rémunération des facteurs de production engagés, en particulier la main-d'œuvre, en échange de leur participation à la création de valeur ajoutée — ne seraient pas influencés immédiatement par la dépréciation, mais ensuite ils seraient poussés à la hausse par l'adaptation des revenus intérieurs à l'augmentation des prix à la consommation.

Les entreprises, qui réalisent la majeure partie des ventes finales, seraient donc globalement confrontées, dans l'hypothèse d'une dépréciation de la monnaie, à un accroissement des coûts. De même, pour les exportateurs, qui doivent faire face le plus directement à la concurrence internationale, une dépréciation du franc aurait aussi une incidence importante sur les coûts. En effet, plus de la moitié de la valeur des exportations est constituée directement ou indirectement — via les inputs des entreprises résidentes qui produisent des biens intermédiaires — de biens et services importés. Une dépréciation du franc renchérirait ces inputs importés : l'avantage que les exportateurs tireraient de la dépréciation serait par conséquent annihilé pour moitié par l'alourdissement des coûts des importations. En outre, les coûts intérieurs augmenteraient, pour les exportateurs aussi, sous l'effet de la hausse de l'inflation intérieure.

La structure des ventes finales de la Belgique montre par ailleurs que ces dernières se font pour 58 p.c. sur le marché intérieur et

TABLEAU 8 — COÛTS ET VENTES FINALES DANS L'ENSEMBLE DE L'ECONOMIE BELGE EN 1994¹

(données estimées en pourcentages des ventes finales totales ou des catégories de ventes finales)

Ventes finales	Total	dont :	
		consommation privée	exportations
Coûts ¹			
Importations ²	41	34	51
Coûts intérieurs	59	66	49
dont :			
coûts salariaux	33	26	28
excédent brut d'exploitation ³	22	32	19
impôts indirects nets de subsides	4	8	2
Total	100	100	100
dont :			
ventes sur le marché intérieur	58		
ventes sur les marchés extérieurs (exportations)	42		

Sources : ICN, BNB.

¹ La structure de coûts indiquée reflète les coûts cumulés engagés pour les ventes finales, c'est-à-dire les ventes répondant à la demande finale (dépenses intérieures et exportations). Les coûts des importations comprennent ainsi non seulement les importations répondant directement à la demande finale, mais aussi les inputs importés nécessaires à la production nationale répondant à la demande finale.

² Y compris les impôts liés aux importations.

³ Comprend l'excédent brut d'exploitation des sociétés et des pouvoirs publics, le revenu brut des indépendants et les loyers.

pour 42 p.c. à l'étranger ; si l'on ne considère que les ventes finales des entreprises, à l'exclusion des pouvoirs publics, la part des exportations atteint même 50 p.c. Les principaux partenaires commerciaux de la Belgique — c'est-à-dire les pays voisins vis-à-vis desquels le cours de change demeure quasiment stable — représentent un poids de plus de 55 p.c. en tant que concurrents de l'UEBL, sur la base tant de leur part dans les importations et exportations belges que de leur importance comme concurrents sur les marchés tiers ; leur poids atteint même 65 p.c. de l'ensemble constitué par les sept principaux partenaires de l'UEBL, qui sont mentionnés à titre de référence dans la loi de sauvegarde de la compétitivité. Compte tenu de ces éléments, l'on peut conclure qu'un cours de change stable et ferme évite l'incertitude liée au calcul économique de la majeure partie — environ 80 p.c. — de la production nationale.

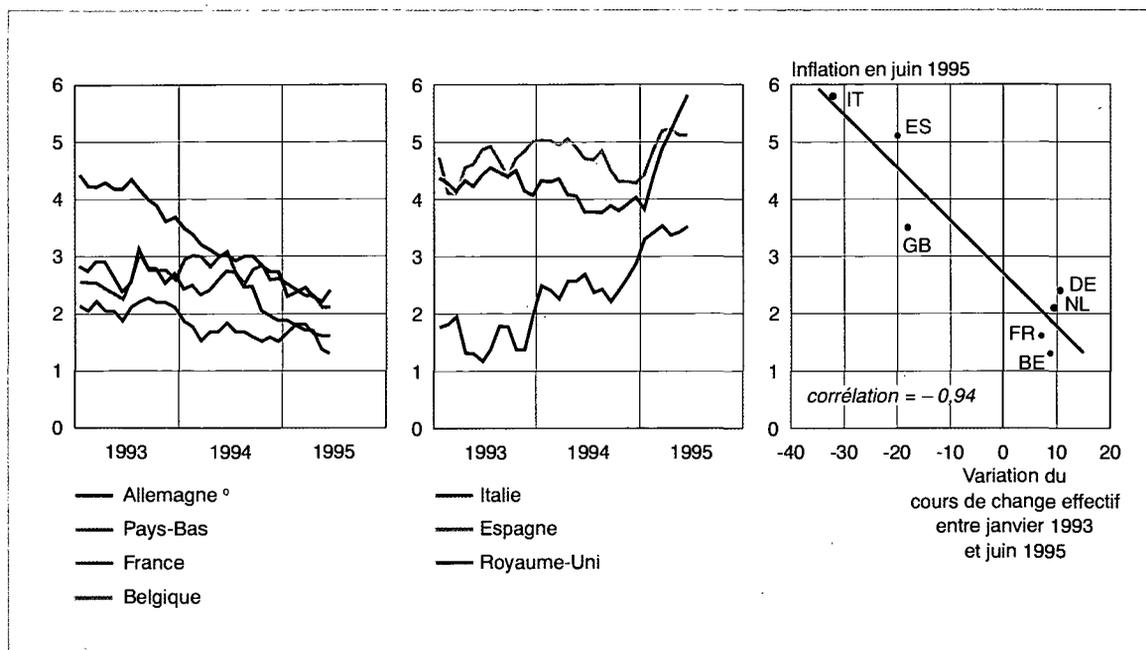
Le choix du mark comme monnaie d'ancrage est celui qui répond le mieux à cet objectif, non seulement en raison des liens économiques étroits existant avec l'Allemagne, principal débouché des exportations de l'UEBL, mais

aussi par la forte crédibilité dont jouit la politique monétaire allemande, qui peut dès lors fournir une ligne directrice très sûre. Les évolutions récentes indiquent aussi que la politique de change procure une stabilité maximale des prix et des coûts intérieurs. Ainsi, la hausse des prix des biens et services importés, qui, exprimée en monnaies étrangères, sera de plus de 5 p.c. en 1995 selon les estimations, est limitée à environ 1 p.c. grâce à l'appréciation du franc.

Par ailleurs, deux groupes de pays se dessinent clairement dans l'Union européenne en matière d'évolution des prix et des coûts. Le premier groupe — auquel appartiennent l'Allemagne, les Pays-Bas, la France ainsi que la Belgique — est formé des pays caractérisés par une inflation basse et décroissante. Ces pays ont maintenu inchangé le cours-pivot de leur monnaie en vigueur depuis 1987 au sein du mécanisme de change du SME. Dans le second groupe de pays, auquel appartiennent le Royaume-Uni, l'Espagne et l'Italie, le rythme d'inflation a non seulement été plus élevé mais il s'est également accéléré et les cours de change effectifs ont baissé. Bien que la comparaison des résultats

GRAPHIQUE 18 — COMPARAISON INTERNATIONALE DES PRIX A LA CONSOMMATION

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



Sources : CE, BRI, MAE.

en matière d'inflation entre les deux groupes doit être interprétée avec prudence en raison de l'influence des modifications de la fiscalité et, dans le cas du Royaume-Uni, de l'évolution des taux d'intérêt des emprunts hypothécaires — qui sont repris dans l'indice des prix à la consommation —, on peut cependant établir

un lien entre la variation du cours de change effectif et l'inflation.

En Italie et au Royaume-Uni, ces deux éléments ont entraîné une accélération qui était déjà discernable dans l'évolution des coûts salariaux par personne occupée en 1994 et l'est

TABEAU 9 — COÛTS SALARIAUX PAR PERSONNE OCCUPEE ET PAR UNITE PRODUITE EN MONNAIES NATIONALES DANS LES ENTREPRISES

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

	Coûts salariaux par personne occupée			Productivité			Coûts salariaux par unité produite		
	1993	1994	1995 e	1993	1994	1995 e	1993	1994	1995 e
Belgique	3,6	2,7	1,6	0,5	2,5	1,6	3,1	0,2	...
Allemagne °	3,1	3,1	3,8	-0,2	4,1	3,1	3,3	-1,0	0,7
France	2,1	1,2	2,6	0,3	2,7	2,2	1,8	-1,5	0,4
Pays-Bas	3,2	1,7	2,0	0,5	3,0	2,2	2,7	-1,3	-0,2
Italie	3,6	4,4	4,8	1,8	4,3	3,1	1,8	0,1	1,7
Royaume-uni	2,3	2,6	3,6	1,9	2,7	1,9	0,4	-0,1	1,7
Espagne	7,3	3,5	3,9	3,9	3,2	2,0	3,4	0,3	1,9

Sources : OCDE, BNB.

de nouveau dans les prévisions en la matière pour l'année 1995, même si l'augmentation des salaires au Royaume-Uni a manifestement été contenue un temps grâce à une flexibilité accrue du marché du travail. Dans ces deux pays, la croissance des coûts salariaux par personne occupée a pu, au début, être compensée par l'augmentation de la productivité, mais à mesure que les limites des capacités de production sont atteintes ce facteur modérateur s'affaiblit et des pressions inflationnistes potentielles refont surface. En dépit de gains de la productivité par travailleur encore satisfaisants, les coûts salariaux par unité produite augmenteraient, en 1995, de 1,7 p.c. au Royaume-Uni et en Italie. En Espagne aussi, ils augmenteraient fortement. En Belgique et dans les trois pays voisins, en revanche, ils devraient rester pratiquement stables.

La stabilité du cours de change constitue dès lors un préalable à la maîtrise de l'évolution des prix et des coûts intérieurs. Ainsi contribue-t-elle aussi en définitive à la compétitivité de l'économie à l'échelle internationale. Toutefois, la sauvegarde de cette dernière exige encore que ne se manifeste aucun facteur intérieur de dérive des coûts par rapport aux principaux concurrents et que l'influence modératrice de la politique de change sur les coûts se répercute correctement sur l'ensemble de l'économie.

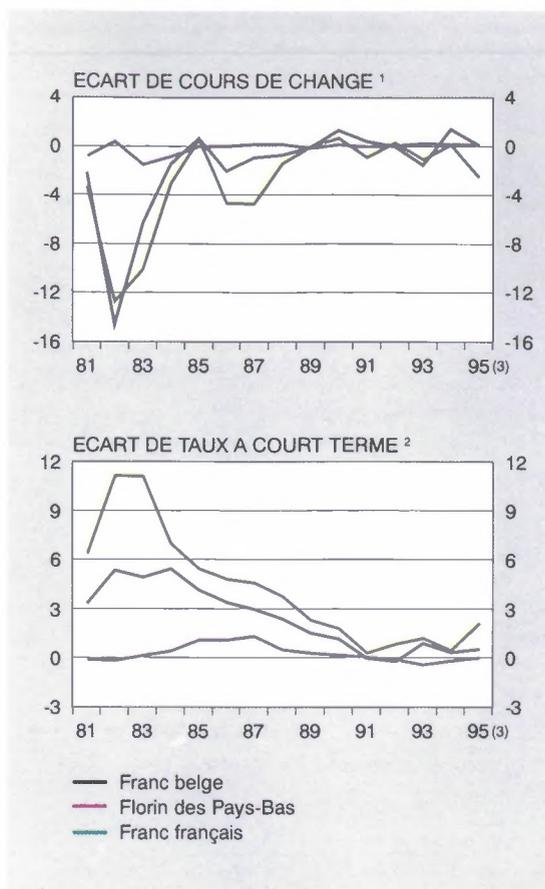
Relation entre cours de change et taux d'intérêt

Etant donné qu'une dépréciation du franc entraînerait une hausse de l'inflation, les écarts d'inflation entre la Belgique et ses principaux partenaires augmenteraient certainement. De ce fait, les marchés anticiperaient rapidement de nouvelles dépréciations et, dès lors, les investisseurs internationaux exigeraient des primes de risque très élevées pour continuer à investir en franc belge. Une fois la confiance disparue, ils continueraient, souvent longtemps après, à réclamer encore une telle prime, même en l'absence d'autres dépréciations effectives.

Pour la Belgique, l'expérience passée et une comparaison internationale confirment bien le phénomène. Après la dévaluation de février 1982, l'écart d'inflation entre la Belgique et l'Allemagne s'est creusé de 2 à 3 points de pour-

GRAPHIQUE 19 — ECARTS DE COURS DE CHANGE ET DE TAUX A COURT TERME VIS-A-VIS DU MARK ALLEMAND

(moyennes annuelles)



Source : BNB.

¹ Variation par rapport au mark allemand ; un signe - indique une dépréciation de la monnaie considérée vis-à-vis du mark allemand.

² Différence entre le taux des euro-dépôts à 3 mois et le taux correspondant des euro-dépôts en mark allemand.

³ Moyenne des six premiers mois.

centage ; la prime d'intérêt pour les placements à court terme en franc par rapport à ceux en mark allemand, qui avait augmenté les années précédentes, s'est encore légèrement accrue par la suite et s'est maintenue à un niveau très élevé jusqu'en 1985, signe que la défiance persiste longtemps sur les marchés financiers. Ce n'est qu'ensuite qu'elle s'est réduite graduellement ; au premier semestre de 1995, elle s'élevait en moyenne à moins de 60 points de base et elle est devenue négligeable au début du second semestre. Ce résultat est le fruit d'une politique ferme de stabilité, dans laquelle la liaison du franc belge au mark allemand a joué un rôle essentiel ; il est d'ailleurs symptomatique qu'en 1990 les marchés financiers aient immédiatement réagi à cette liaison par une forte diminution du différentiel d'intérêt à court terme.

Il convient encore de relever que les pays dont le cours de change vis-à-vis du mark allemand est resté très stable au cours des dernières années sont aussi ceux qui affichent l'écart de taux d'intérêt à long terme le plus étroit avec l'Allemagne. En revanche, les pays dont la monnaie s'est dépréciée présentent des taux d'intérêt plus élevés.

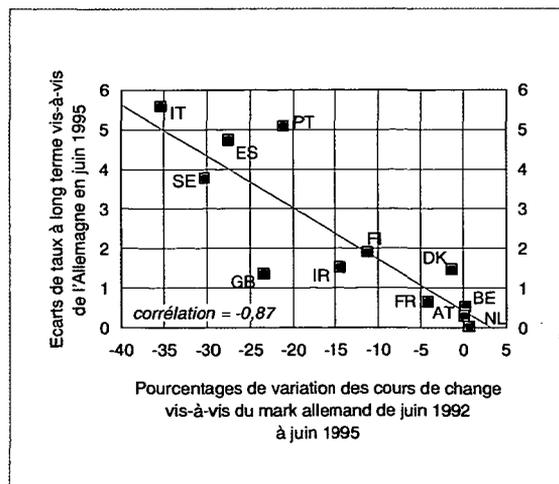
La hausse des taux d'intérêt qui, dans le cas d'une dépréciation de la monnaie, découlerait d'une inflation plus forte et d'une perte de confiance, alourdirait les charges des entreprises qui s'engagent financièrement pour investir et des ménages qui empruntent pour construire ou acheter un logement. Mais ce seraient surtout les pouvoirs publics — le plus gros débiteur en Belgique — qui souffriraient particulièrement d'un accroissement des charges d'intérêts. Malgré une baisse notable, ces dernières dépasseraient encore cette année 9 p.c. du PIB, contre 5,5 p.c. en moyenne dans l'Union européenne. Des hausses de taux durables pèseraient dès lors lourdement sur le budget des pouvoirs publics. Pour atteindre les objectifs budgétaires, cette charge supplémentaire devrait être neutralisée par des efforts additionnels.

La volonté de maintenir les taux d'intérêt au niveau le plus bas possible constitue d'ailleurs aussi un argument de poids pour une stratégie fondée sur une liaison stricte à la monnaie d'ancrage du SME. Une telle politique garantit en effet le niveau moyen des taux d'intérêt le

plus bas possible, comme en atteste notamment une comparaison des écarts de taux entre divers pays dans un passé récent.

Enfin, il convient encore de rappeler que les variations de cours de change influencent sensiblement le patrimoine des secteurs économiques. Quelles que soient les conséquences

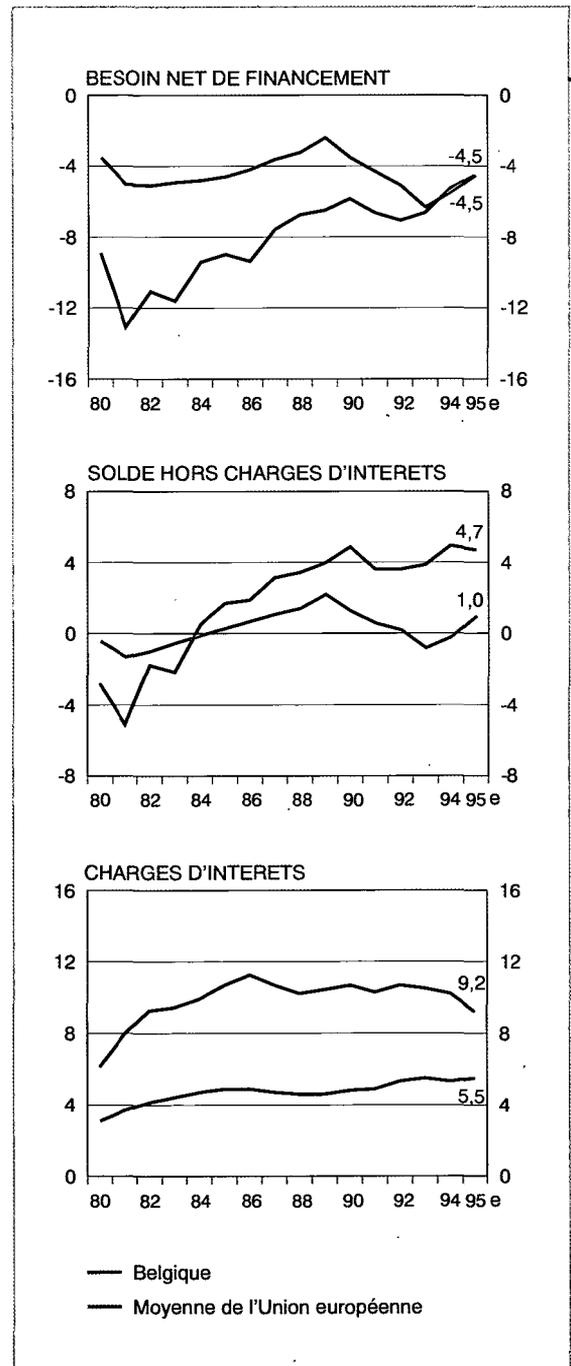
GRAPHIQUE 20 — TAUX D'INTERET A LONG TERME ET COURS DE CHANGE



Sources : données nationales.

GRAPHIQUE 21 — FINANCES PUBLIQUES

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, CE, BNB.

temporaires pour l'activité économique, une dépréciation signifie en effet toujours un appauvrissement de l'économie nationale. Ainsi, une dépréciation alourdit la charge, exprimée en franc belge, de la dette en devises des pouvoirs publics. Par ailleurs, elle entame le pouvoir d'achat externe de l'épargne financière des ménages, qui est substantielle notamment sous l'effet du vieillissement de la population : la majeure partie de cette épargne est en effet placée en franc. La politique de change de la Belgique, qui empêche cette érosion, a donc également une dimension sociale.

Cours de change, données macroéconomiques fondamentales et Union économique et monétaire

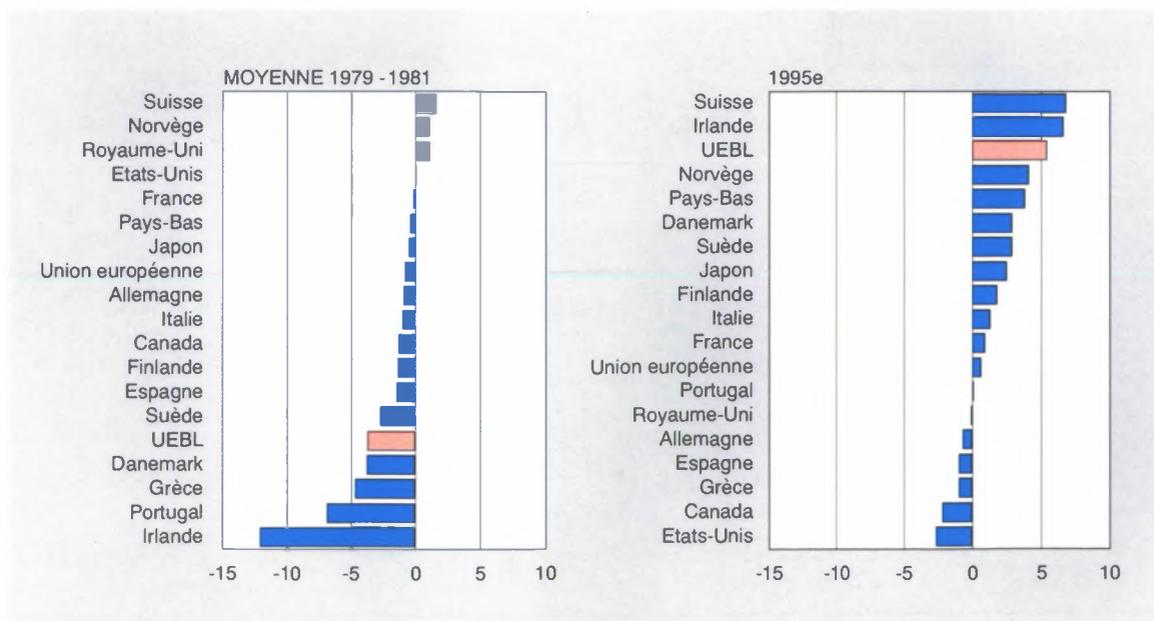
Il a déjà été dit précédemment que les monnaies d'un certain nombre de pays se sont dépréciées au cours de la période écoulée parce que ces pays étaient confrontés à des déséquilibres économiques importants, en particulier la persistance d'un déficit des comptes courants vis-à-vis de l'étranger. Pour l'instant, ce n'est nullement le cas en Belgique. De ce point de vue, la situation présente diffère d'ailleurs considérablement de celle qui prévalait au début des

années quatre-vingt. A l'époque, le compte courant de la balance des paiements de l'UEBL accusait un déficit d'environ 4 p.c. du PIB, résultat d'un handicap considérable en termes de compétitivité accumulé les années précédentes vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux. Ce handicap provenait de l'absence d'adaptation de l'économie belge aux modifications du contexte international après la première crise pétrolière en 1973. Cela s'est traduit par un affaiblissement de l'activité économique, une destruction d'emplois et une perte de confiance dans la monnaie, ce qui a entraîné une forte hausse des taux d'intérêt. En l'absence de mesures correctrices suffisantes, l'ensemble de ces facteurs a provoqué une hausse sensible du déficit des pouvoirs publics.

Depuis lors, les données fondamentales de l'économie belge se sont considérablement améliorées. Comme déjà signalé, l'inflation est tombée à un niveau très bas. Les transactions courantes de l'UEBL avec l'étranger dégagent un excédent de plus de 5 p.c. du PIB, la majeure partie de ce surplus étant due à la Belgique. Malgré le niveau élevé de la dette publique, l'économie belge dans son ensemble dispose d'importants avoirs financiers nets sur l'étranger. En 1995, le déficit public reviendra, selon les

GRAPHIQUE 22 — SOLDES COURANTS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

(pourcentages du PIB)



Sources : OCDE, BNB.

estimations, à 4,5 p.c. du PIB ; en 1996, il devra, conformément au plan de convergence introduit auprès des instances de l'Union européenne et moyennant des efforts supplémentaires, être limité à 3 p.c.

Ces données fondamentales de l'économie ne justifient aucunement une dépréciation. Au contraire, en même temps qu'un certain nombre de réformes financières importantes, la liaison du franc belge au mark allemand a réussi à refléter ces bonnes performances sur la réputation du franc, ce qui a permis aussi — par le biais de taux d'intérêt moins élevés — d'en récolter les fruits de manière plus concrète.

Il est certain qu'une autre politique serait, compte tenu des caractéristiques structurelles de l'économie belge, préjudiciable à certaines données macroéconomiques, comme l'inflation, les taux d'intérêt et les finances publiques. Dans ces conditions, il serait beaucoup plus difficile de respecter les critères de convergence, auxquels, conformément au traité sur l'Union européenne, il faut satisfaire pour accéder à l'Union économique et monétaire.

L'orientation actuelle de la politique de change, associée à une évolution cohérente des revenus et de la politique budgétaire, est de toute évidence celle qui prépare le mieux l'économie belge à intégrer l'Union économique et monétaire européenne, dans laquelle — au dé-

but de la troisième phase — les modifications de cours de change disparaîtront et ne pourront dès lors plus être utilisées comme instrument d'ajustement. Cette intégration est nécessaire pour une économie qui — on l'a vu — est étroitement imbriquée dans celle des pays voisins. Elle ne peut cependant se réaliser qu'au travers d'une politique qui ne soit pas dictée par des circonstances éphémères mais qui maintienne avec cohérence un axe de stabilité.

Certes, une telle politique présente à côté d'avantages importants, quelques inconvénients qui dans certains cas se révèlent sous un jour très concret. Mais la nécessité de poursuivre cette politique économique cohérente s'illustre de manière frappante si l'on envisage un cas de figure différent avec une dépréciation du franc de 5 p.c. et un étalement de la réduction du déficit des pouvoirs publics à 3 p.c. du PIB sur les années 1996 et 1997. Cet exercice ne tient pas compte des lourdes conséquences négatives résultant du non-respect des critères de Maastricht. Il est basé à la fois sur des calculs d'effets mécaniques, sur des observations faites dans le passé et sur l'expérience récente d'autres pays. Il reste cependant approximatif, puisqu'il part de l'hypothèse que les caractéristiques structurelles de l'économie — et notamment la structure des coûts, telle qu'elle est indiquée au tableau 8 — demeurent inchangées. Les résultats sont toutefois suffisamment réalistes pour en tirer des conclusions.

TABLEAU 10 — IMPLICATIONS D'UN SCENARIO ENVISAGEANT UNE DEPRECIATION DU FRANC BELGE DE 5 P.C. ET UNE REDUCTION DU DEFICIT DES POUVOIRS PUBLICS A 3 P.C. DU PIB ETALÉE SUR LES ANNEES 1996 ET 1997¹

Prix et coûts (exprimés en franc belge)	
Prix à l'importation	+ 5,26 p.c. ²
Inflation (prix à la consommation)	— L'effet mécanique de la hausse des prix à l'importation s'élève à 1,79 p.c. — Cet effet s'accompagne de l'incidence de l'augmentation des coûts intérieurs qui — de manière formelle ou non — sont liés à l'indice des prix à la consommation, c'est-à-dire les coûts salariaux, les loyers et dans une mesure importante également les revenus des entrepreneurs individuels et les impôts indirects nets de subsides. L'inflation progresse ainsi de 1,07 p.c. supplémentaire, l'effet mécanique initial total s'élevant par conséquent à 2,86 p.c. — Compte tenu des effets induits, la poussée inflationniste se chiffre à 4,47 p.c. après deux ans. — Si l'excédent brut d'exploitation des sociétés s'adapte également à la hausse, l'incidence totale sur l'inflation atteint 5,26 p.c.
Coûts de la production nationale	— L'effet mécanique de la hausse des prix à l'importation s'élève à 2,16 p.c. — Cet effet s'accompagne de l'incidence de l'augmentation des coûts intérieurs qui sont liés à l'indice des prix à la consommation, ce qui entraîne une augmentation additionnelle des coûts de production de 0,87 p.c., l'effet mécanique initial total s'élevant ainsi à 3,03 p.c. ³ — Compte tenu des effets induits, l'effet mécanique total s'élève à 4,35 p.c. après deux ans. — Si l'excédent brut d'exploitation des sociétés s'adapte également à la hausse, l'augmentation totale des coûts de la production nationale atteint finalement 5,26 p.c., comme pour l'inflation.
Taux d'intérêt	
Taux à court terme (euro-dépôt en franc belge à 3 mois)	+ 2 points de pourcentage
Taux à long terme	+ 0,75 point de pourcentage
Finances publiques	
Charges d'intérêts de la dette publique	+ 45 milliards la première année, à la suite de l'augmentation mentionnée des taux d'intérêt, de l'incidence de la dépréciation du franc sur les charges d'intérêts en monnaies étrangères et de l'augmentation du besoin de financement. + 100 milliards la dixième année
Besoin de financement des pouvoirs publics	Le besoin de financement augmenterait de 0,5 p.c. du PIB en 1996.
Dette publique	Sans compter l'effet de la hausse du besoin de financement sur la dette, la dette en monnaies étrangères exprimée en franc belge — et donc la dette totale — augmenterait immédiatement de quelque 71 milliards [5,26 p.c. de 1.350 milliards (dette totale en monnaies étrangères à la fin de 1994)], soit 0,8 p.c. du PIB.

¹ Selon les estimations économétriques de la Banque et de certaines institutions internationales, une variation de la valeur du franc belge aurait surtout pour conséquence des modifications de prix, alors que l'influence sur l'activité économique serait nettement plus limitée. Ainsi, l'exercice présenté ici produirait dans un premier temps, selon le modèle économétrique de la Banque, un modeste effet positif sur le PIB réel; cet effet serait cependant rapidement compensé par l'incidence négative qui lui succéderait, de sorte que, pour les quatre premières années qui suivraient la dépréciation du franc, l'influence sur l'activité économique serait légèrement négative. Les années suivantes, un effet négatif renforcé pèserait sur le PIB. Par ailleurs, les résultats du modèle confirment dans les grandes lignes les calculs mécaniques du tableau.

² Toutes choses restant égales par ailleurs, une dépréciation de t p.c. d'une monnaie entraîne une augmentation des prix extérieurs exprimés dans cette monnaie de $[(100 \times \frac{100}{100-t}) - 100]$ p.c.

³ Cela signifie que les coûts par unité vendue, qui ont progressé en moyenne annuelle de 0,72 p.c. ces quatre dernières années, grimperaient de quelque 3,75 p.c. à cause de ce seul effet mécanique initial.

6. FINANCES PUBLIQUES

Entre 1992 et 1994, période caractérisée par un contexte conjoncturel en grande partie défavorable, des efforts importants d'assainissement des finances publiques ont été entrepris. Le besoin net de financement de l'ensemble des pouvoirs publics est ainsi revenu de 7,1 p.c. du PIB en 1992 à 5,3 p.c. en 1994. Une nouvelle réduction de près d'un point peut être attendue en 1995, de sorte que le déficit serait proche de l'objectif intermédiaire fixé par le gouvernement dans le cadre du plan de convergence.

Recettes

Les recettes totales des pouvoirs publics, exprimées en pourcentage du PIB, se réduiraient de 0,6 point cette année.

Après avoir augmenté significativement les deux années précédentes, les recettes fiscales et parafiscales diminueraient de quelque 0,3 point pour atteindre 46 p.c. du PIB.

La baisse du taux de prélèvement global résulte en grande partie de modifications dans la répartition et l'affectation du produit national. En premier lieu, la part des revenus du travail

dans le revenu national reculerait sensiblement. Comme le taux de prélèvement fiscal et parafiscal sur cette catégorie de revenus est beaucoup plus élevé que celui s'appliquant aux autres catégories de revenus, principalement les revenus des sociétés, une telle baisse se traduit mécaniquement par une diminution du rapport des recettes au PIB. En second lieu, la consommation privée verrait sa part se réduire d'un point dans le PIB, au bénéfice de la formation brute de capital fixe des entreprises et, dans une moindre mesure, des exportations; or ces deux dernières catégories de dépenses ne génèrent pas de recettes de TVA.

Par ailleurs, l'évolution des différentes catégories de prélèvements est aussi influencée par les mesures prises au cours des dernières années. Ainsi, l'incidence, plus importante en 1995 qu'en 1994, des réductions de cotisations patronales, accordées dans le cadre du plan « avantage à l'embauche » et sur les bas salaires, freine la hausse des cotisations sociales. A l'inverse, la suspension d'une grande partie de l'indexation des barèmes fiscaux et l'effet, sur les enrôlements, de la cotisation complémentaire de crise instaurée en 1993, influencent à la hausse l'évolution de l'impôt des personnes physiques.

Les recettes non fiscales et non parafiscales, qui avaient atteint des montants relativement élevés en 1993 et 1994, reculeraient aussi net-

TABLEAU 11 — COMPTE DES POUVOIRS PUBLICS

(pourcentages du PIB)

	1992	1993	1994	1995 e
Recettes	46,4	47,6	48,4	47,8
Recettes fiscales et parafiscales	44,6	45,3	46,3	46,0
Recettes non fiscales et non parafiscales	1,8	2,3	2,1	1,8
Dépenses hors charges d'intérêts	42,8	43,7	43,4	43,1
Transferts courants aux particuliers	24,5	25,1	24,9	24,7
Autres dépenses hors charges d'intérêts	18,2	18,6	18,5	18,4
Solde hors charges d'intérêts	3,6	3,8	5,0	4,7
Charges d'intérêts	10,7	10,5	10,2	9,2
Besoin net de financement	-7,1	-6,7	-5,3	-4,5

Sources : ICN, BNB.

tement. En effet, au cours des deux années précédentes, le Trésor avait obtenu d'importantes ressources non récurrentes, à la suite de la privatisation de la SNI et d'une partie de la CGER par l'intermédiaire de la CGER-holding et à la suite du paiement d'un droit de concession par la Loterie nationale; en 1995, ce type de recettes tomberait à un niveau nettement plus faible.

Dépenses hors charges d'intérêts

Comme en 1994, les dépenses hors charges d'intérêts, exprimées en pourcentage du PIB, se contracteraient de quelque 0,3 point en 1995, passant à 43,1 p.c.

Elles diminueraient en dépit de la disparition quasi intégrale de l'effet de modération qu'avait eu, en 1994, l'application de l'indicesanté sur la croissance des rémunérations et des allocations sociales. La contraction s'explique par plusieurs facteurs. Ainsi, sous l'effet combiné de la croissance économique qui se poursuit et de l'allongement du stage d'attente des jeunes, le nombre de chômeurs complets indemnisés reculerait de 12.000 unités en moyenne annuelle, alors qu'il s'était encore accru de 31.000 unités en 1994. De plus, l'incidence de la révision générale des barèmes sur les salaires et pensions de la fonction publique serait moindre que l'année précédente. Enfin, les transferts à l'Union européenne, qui avaient très fortement augmenté en 1994, se réduiraient quelque peu.

Surplus primaire, charges d'intérêts et besoin net de financement

La baisse des recettes exprimées en pourcentage du PIB étant supérieure à celle des dépenses hors charges d'intérêts, le surplus primaire, tout en restant à un niveau élevé de 4,7 p.c. du PIB, se détériorerait de 0,3 point. Cette réduction est égale à celle des recettes non fiscales et non parafiscales, qui se contracteront en raison de la non-réurrence de mesures ayant bénéficié aux comptes de 1994.

L'effet de la conjoncture sur le solde primaire serait relativement neutre. Les modifications dans la répartition et l'affectation du produit national compenseraient en effet l'incidence positive liée à la croissance économique.

Toutefois, les charges d'intérêts enregistreraient un recul de 1 point de PIB, passant ainsi nettement au-dessous de 10 p.c., ce qui n'a plus été le cas depuis plus de dix ans. Les comptes des pouvoirs publics, qui sont en général très vulnérables à l'évolution des taux d'intérêt en raison du niveau élevé de la dette, bénéficient en effet pleinement de la baisse de ceux-ci. Cet effet est accentué par la modification de la structure de financement du déficit, davantage orientée vers le long terme qu'en 1994, et par la légère réduction de la dette par rapport au PIB.

Pour l'ensemble de l'année 1995, la baisse des taux d'intérêt à court terme peut être estimée à plus de 1 p.c. en moyenne. En outre, le taux d'intérêt moyen sur la dette à long terme en franc à la fin de 1994, qui détermine les paiements d'intérêts pour l'année 1995, a diminué de 0,5 p.c. par rapport au niveau atteint un an auparavant. Cette baisse significative est le résultat du remplacement massif, en 1994, d'emprunts à long terme par de nouvelles obligations rémunérées à des taux d'intérêt se situant en moyenne quelque 2 p.c. au-dessous des taux des emprunts remboursés. Par ailleurs, on peut estimer que le taux d'intérêt moyen de la dette consolidée à la fin de 1995, soit le taux de référence pour les paiements d'intérêts de 1996, sera à peu près identique, voire légèrement inférieur à celui de la fin de 1994.

La modification de la structure de financement du déficit, qui exerce une influence sur l'évolution des charges d'intérêts parce que ces dernières sont établies selon une optique de caisse, contribue aussi à réduire le poids de celles-ci par rapport au PIB. En 1994, le recours au financement à court terme s'était fortement accru, entraînant de ce fait des paiements d'intérêts plus rapides. Le retour à une structure de financement plus traditionnelle, davantage orientée vers le long terme, influence au contraire à la baisse les paiements d'intérêts en 1995.

TABLEAU 12 — BESOIN NET (–) OU CAPACITE NETTE DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS :
COMPARAISON INTERNATIONALE

(pourcentages du PIB)

	1993	1994	1995 e
Luxembourg	2,1	2,3	1,4
Danemark	-4,5	-4,0	-1,9
Allemagne	-3,3	-2,5	-2,1
Irlande	-2,4	-2,3	-2,8
Pays-Bas	-3,3	-3,1	-3,2
Belgique	-6,7	-5,3	-4,5
Autriche	-4,1	-4,0	-4,6
Royaume-Uni	-7,8	-6,9	-4,8
France	-6,1	-6,0	-4,9
Finlande	-7,8	-5,6	-5,0
Portugal	-7,0	-5,8	-5,6
Espagne	-7,5	-6,6	-6,0
Italie	-9,6	-9,0	-7,9
Suède	-13,4	-10,4	-9,1
Grèce	-13,2	-12,5	-11,3
Moyenne de l'Union européenne	-6,3	-5,5	-4,5

Sources : CE, BNB.

Grâce à la baisse des charges d'intérêts, le besoin net de financement de l'ensemble des pouvoirs publics reviendrait de 5,3 p.c. du PIB en 1994 à 4,5 p.c. en 1995, soit le chiffre le plus bas depuis la première crise pétrolière.

Alors qu'en 1993 le déficit des pouvoirs publics belges était encore supérieur de 0,4 point à celui de l'ensemble des pays de l'Union européenne, il a atteint, depuis 1994, un niveau comparable à celui de l'Union. En outre, les efforts d'assainissement ont permis à la Belgique de se rapprocher des pays dont le déficit est structurellement peu élevé.

Dette publique

L'évolution des finances publiques en 1995 met une fois de plus en évidence l'importance des taux d'intérêt.

A cet égard, la politique économique menée au cours des dernières années a contribué

à réduire la prime de risque, de sorte que, malgré l'ampleur de la dette, les taux sont actuellement très proches de ceux des pays voisins. Cette situation est en partie liée aux bons résultats obtenus dans plusieurs domaines, notamment au maintien d'un faible taux d'inflation et aux surplus courants substantiels de la balance des paiements. Ces excédents courants se sont d'ailleurs accumulés pour dégager une importante position extérieure nette créditrice, ce qui signifie qu'en contrepartie de la dette des pouvoirs publics, les entreprises et particuliers ont constitué des créances encore plus importantes.

Par ailleurs, la dépendance des finances publiques à l'égard de l'évolution des taux d'intérêt a aussi été réduite par une légère diminution du taux d'endettement au cours des deux dernières années.

Cette réduction, ramenant le ratio de la dette brute consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics au PIB à quelque 135 p.c. en 1995, s'explique surtout par le niveau suffisamment élevé du surplus primaire. En effet, l'évolution du taux d'endettement dépend essentiellement

du niveau de ce surplus et de la différence entre le taux d'intérêt implicite sur la dette et le rythme de croissance du PIB en valeur.

Sur la base d'hypothèses raisonnables en matière de croissance et de taux d'intérêt, le maintien, après 1995, du solde primaire à son niveau actuel permettrait à lui seul une réduction spontanée du ratio de la dette, cette réduction s'accroissant d'année en année, grâce

à la diminution des charges d'intérêts qui en découle. La réalisation, en 1996, de l'objectif de 3 p.c. de déficit fixé par le plan de convergence impliquera une augmentation du solde primaire. Si, comme le gouvernement le prévoit, ce dernier est au moins maintenu à ce niveau plus élevé, un effet « boule de neige » inverse plus important se développera, grâce auquel la diminution automatique de la dette publique s'accroîtra encore.

7. POLITIQUE MONETAIRE ET TAUX D'INTERET

Politique monétaire

En dépit des tensions survenues sur les marchés des changes au cours du premier trimestre de 1995, le franc belge s'est maintenu aux alentours de son cours-pivot par rapport au mark allemand pendant toute la première partie de l'année. Il a été la plupart du temps coté légèrement au-dessus de ce cours-pivot, alors que d'autres monnaies de l'ancienne bande étroite du mécanisme de change européen se dépréciaient sensiblement. La fermeté manifestée par la Banque lors de la crise de change de 1993 et l'amélioration des perspectives budgétaires qui s'était dessinée après l'adoption du plan global ont donc continué à porter leurs fruits, tandis que le franc belge restait soutenu par l'important surplus courant de l'UEBL et par la stabilité des coûts et prix intérieurs.

Certes, au début de l'année, l'écart entre les taux d'intérêt à trois mois belges et allemands s'est élargi pour atteindre une moyenne de 129 points de base en mars. Toutefois, cet

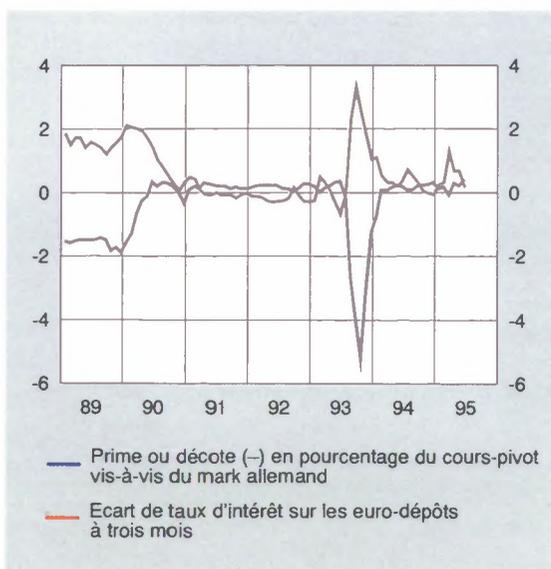
élargissement a été temporaire et les taux à court terme en Belgique sont restés nettement inférieurs à ceux observés en France et au Danemark. Le différentiel est revenu à 16 points de base en juin 1995. Ainsi, les taux d'intérêt à trois mois, qui étaient passés de 5,3 à 6,3 p.c. de décembre 1994 à mars 1995, sont tombés à 4,6 p.c. en juin 1995.

Comme l'an passé, on a pu observer que les marchés tendaient à réagir spontanément aux tensions sur le marché des changes par une hausse des taux à court terme. La Banque n'a pas hésité à appuyer ce mouvement. Pendant les premiers mois de 1995, elle a poursuivi sa politique de resserrement de la liquidité sur le marché monétaire, déjà entamée à la fin de 1994, amenant les intermédiaires financiers à recourir à ses avances de fin de journée. Le 8 mars, en raison de la persistance de l'agitation sur le marché des changes, que la dévaluation de la peseta espagnole et de l'escudo portugais n'était pas parvenue à calmer, la Banque a augmenté son taux central de 4,85 à 5,85 p.c. Les taux des avances en compte courant ont également été relevés, respectivement de 1,5 p.c. pour les avances à l'intérieur des lignes de crédit et de 1 p.c. pour les avances au-delà des lignes de crédit.

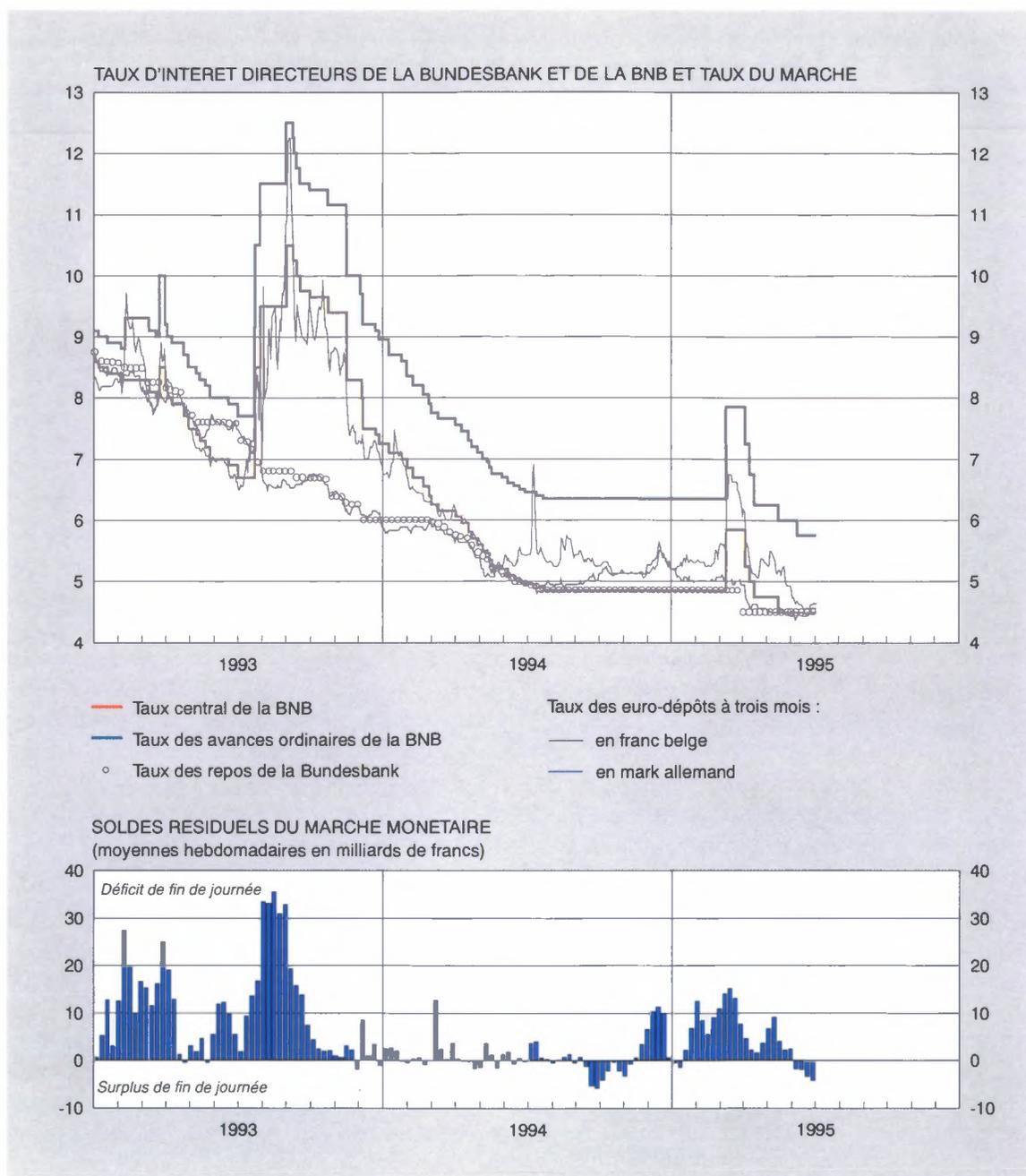
La décision prise par la Bundesbank à la fin de mars de réduire le taux d'escompte de 4,5 à 4 p.c. et le taux des « repos » de 4,85 à 4,5 p.c. a été immédiatement suivie par une réaction similaire de la Banque qui a baissé l'ensemble de ses taux directeurs. Ainsi, le taux central et le taux des avances à l'intérieur des lignes de crédit ont été diminués de 60 points de base, tandis que le taux d'escompte restait identique aux taux correspondants en Allemagne, aux Pays-Bas et en Autriche.

Dans le courant des mois d'avril et mai, la bonne tenue du franc belge a permis à la Banque de poursuivre la politique de réduction prudente et progressive de ses taux directeurs et de desserrement de la liquidité. Ainsi l'écart entre le taux des avances ordinaires et le taux central, qui avait été porté à 200 points de base au début de mars, est revenu à 150 points de base dès le 12 avril. A la même date, le taux des avances « hors plafond » a été abaissé à 9 p.c. Le taux central a été abaissé à plusieurs

GRAPHIQUE 23 — ECARTS DE TAUX D'INTERET ET DE COURS DE CHANGE DU FRANC PAR RAPPORT AU MARK ALLEMAND



Source : BNB.



Source : BNB.

reprises et fixé à 4,5 p.c. le 15 mai, rejoignant ainsi le taux des « repos » de la Bundesbank. La fermeté du franc belge sur le marché des changes a encore incité la Banque, en concertation avec la Nederlandsche Bank, à baisser de 25 points de base les taux des avances ordinaires et « hors plafond » le 9 juin.

Taux d'intérêt à long terme

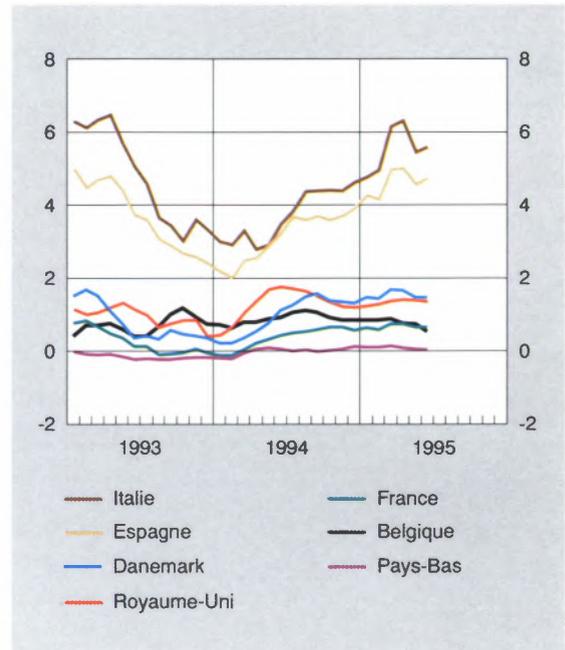
C'est pour toutes les échéances qu'une baisse des taux d'intérêt s'est produite au premier semestre de 1995. Les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi le mouvement de baisse qui s'était amorcé à la mi-septembre 1994 et qui

avait été interrompu en décembre 1994 et au début de janvier 1995. Ce repli a été particulièrement prononcé à partir de la fin de février : le taux de l'obligation linéaire de référence à dix ans, qui s'élevait encore à environ 8,3 p.c. en février, est revenu à 7,3 p.c. en juin 1995, rejoignant ainsi le niveau d'avril 1994.

Pour l'essentiel, ce recul est lié à celui du taux de rendement des obligations allemandes. En outre, l'écart des taux d'intérêt à dix ans par rapport à ceux des placements en mark, qui avait dépassé 125 points de base en octobre 1993, s'est encore amenuisé : il n'a guère été affecté par la hausse du différentiel d'intérêt à court terme au mois de mars — signe que celle-ci a été considérée comme très temporaire — et il est revenu de près de 90 points de base en décembre 1994 à environ 60 points de base en juin 1995.

La prime de risque qui subsiste vis-à-vis des placements en mark allemand est donc relativement faible, même si on la compare à celle observée dans d'autres pays à basse inflation. En se réduisant de décembre 1994 à juin 1995, ce différentiel de taux a suivi une évolution parallèle à celle constatée aux Pays-Bas, autre pays dont la politique monétaire est axée sur une liaison étroite au mark allemand. En France et au Danemark, une telle baisse ne s'est pas produite. Dans certains autres pays, comme l'Espagne et l'Italie, qui ont été fortement affectés par les turbulences des marchés des changes, l'écart de taux à long terme, déjà nettement supérieur

GRAPHIQUE 25 — ECARTS DE TAUX D'INTERET A LONG TERME PAR RAPPORT A L'ALLEMAGNE



Sources : données nationales.

à la fin de 1994, s'est encore creusé au début de 1995.

La baisse des taux de rendement à long terme sur le marché obligataire en Belgique s'est reflétée dans l'évolution des taux des crédits d'investissement et des crédits hypothécaires. Ainsi, le taux moyen des prêts hypothécaires à taux révisables tous les cinq ans est passé de 8,8 p.c. à la fin de 1994 à 7,8 p.c. à la fin de juin 1995.

8. CONCLUSION

Il ressort de l'analyse des données disponibles que l'économie belge s'est bien rétablie après la profonde récession de 1993 et que l'activité économique continue de se redresser cette année. L'amélioration du contexte international, qui a entraîné une forte expansion de la demande étrangère, est à l'origine de la reprise. Après une longue période de recul, les investissements des entreprises sont également devenus plus dynamiques depuis les derniers mois de 1994, grâce surtout à la vigueur de la demande déterminant un accroissement des capacités de production. La reprise pourrait ainsi se poursuivre sur une base saine si la consommation privée, dont le redressement est encore modeste, contribuait davantage à la croissance.

Compte tenu du déroulement de la reprise — relance des exportations, ensuite de la formation de capital, puis de la consommation — l'activité se redresse sans grandes tensions sur l'offre et sur les prix. Tout porte dès lors à croire que les excellents résultats macroéconomiques enregistrés en matière de solde extérieur et de stabilité des prix peuvent être consolidés. L'excédent de la balance des paiements courants de l'UEBL se maintiendrait à plus de 5 p.c. du PIB. L'inflation, qui est revenue à un niveau extrêmement bas — quasiment le plus bas de l'Union européenne — restera bien maîtrisée. Cette évolution est confortée par la stabilité des coûts salariaux par unité produite ainsi que par la politique de change, qui minimise les répercussions des hausses de prix à l'échelle internationale sur les prix et coûts intérieurs.

Etant donné les caractéristiques structurelles de l'économie belge — une des plus ouvertes du monde industrialisé — la politique de change, qui lie le franc belge au mark allemand, constitue la meilleure, voire la seule façon d'éviter tout dérapage des prix au niveau national. Elle est aussi une condition pour maîtriser l'évolution des coûts. Par ailleurs, confortée par de bonnes données macroéconomiques fondamentales, elle conduit à des écarts de taux d'intérêt en moyenne plus faibles avec l'étranger. Ce

dernier point est particulièrement important pour les finances publiques, compte tenu du poids des charges d'intérêts dans le budget des pouvoirs publics. En 1995, le déficit public continuera d'ailleurs de diminuer pour revenir à 4,5 p.c. du PIB, selon les estimations, grâce à une réduction substantielle des charges d'intérêts de la dette publique.

Des efforts supplémentaires seront nécessaires afin de ramener le déficit à 3 p.c. du PIB au maximum en 1996, conformément au plan de convergence. Ils sont indispensables pour que la Belgique puisse participer à l'Union monétaire européenne et qu'un processus significatif de réduction spontanée de la dette soit ensuite amorcé, par le maintien du surplus primaire au moins au niveau de 1996.

Si ce scénario de maintien de la stabilité de change et de poursuite de l'assainissement des finances publiques n'était pas respecté, l'économie aurait à faire face à un regain d'inflation, à des augmentations de coûts plus importantes, à des hausses de taux d'intérêt et à une détérioration des finances publiques. Cette éventualité doit par conséquent être écartée, ne serait-ce que parce qu'elle hypothéquerait l'intégration de la Belgique au sein de l'Union économique et monétaire.

Les données disponibles montrent que, grâce à la reprise économique, la situation sur le marché de l'emploi, qui se détériorait depuis trois ans, a tendance à s'améliorer. Cependant, cette amélioration suffit à peine à compenser l'accroissement de la population active, de sorte que le chômage reste à un niveau élevé. Comme dans la plupart des pays européens, la croissance économique constitue une condition nécessaire, certes, mais insuffisante pour réduire fortement le chômage. L'intensité en emplois de la croissance doit dès lors être renforcée. Différentes voies doivent être explorées pour augmenter effectivement le taux d'occupation de la population. En tout état de cause, le coût de la main-d'œuvre dans l'économie doit à l'avenir évoluer, plus que ce ne fut parfois le cas dans le passé, à un rythme compatible avec l'objectif d'un niveau de l'emploi aussi élevé que possible.

COMMUNICATIONS

1. BILLETS DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

Emission d'un nouveau billet de 100 francs belges

Le 15 juin 1995, la Banque Nationale de Belgique a procédé à l'émission d'un nouveau billet de 100 francs, type « Ensor », dédié au peintre James Ensor. Il s'agit du deuxième billet d'une nouvelle série consacrée à des Belges qui ont marqué l'art du XXe siècle.

La conception, le dessin, la gravure et l'impression du billet ont été réalisés par l'imprimerie de la Banque Nationale de Belgique. La création du billet est due à Kenneth Ponsaers ; le portrait de James Ensor qui figure au recto a été gravé par Benoît Grégoire.



Comme pour tous ses billets, la Banque a respecté des normes sévères de qualité et de sécurité. Ainsi le nouveau billet est protégé efficacement par des caractéristiques qui permettent à chacun de l'authentifier : la qualité particulière du papier pur chiffon, le relief de certaines zones, le fil de sécurité, le filigrane, l'usa-

ge de couleurs et de motifs qui s'altèrent à la copie, etc.

Tout comme pour les billets de 10.000 et 2.000 francs, la Banque a publié un dépliant explicatif que l'on peut trouver dans les bureaux de poste ou dans les agences bancaires. Ce document présente à la fois les signes de sécurité du billet et une évocation du peintre James Ensor et de son œuvre.

Dans un premier temps, les deux types de billets de 100 francs circuleront conjointement, les actuels billets du type « Beyaert » étant progressivement remplacés par les nouveaux billets « Ensor ». Lorsque le remplacement du billet « Beyaert » aura atteint une ampleur suffisante, son retrait définitif sera décidé et le public, averti en temps utile.

2. GESTION DES RESERVES DE CHANGE

Arbitrages d'or contre monnaies étrangères

Le 24 avril 1995, la Banque a annoncé que, dans le cadre de la gestion de ses réserves externes, elle a réalisé des arbitrages d'or contre monnaies étrangères et augmenté ainsi le montant de ces dernières de 30 p.c. Cette transaction est sans incidence sur l'efficacité de la politique monétaire.

La proportion des actifs en or dans les réserves totales a ainsi été ramenée à un niveau qui correspond à peu près à la proportion observée dans les réserves totales des principaux pays voisins. Ce niveau dépasse ceux observés à la fois pour l'ensemble des pays membres de l'Union européenne et pour les pays du G-10.

Cette modification de la composition des réserves est de nature à faciliter l'insertion de la Banque dans des actions de coopération monétaire internationale et dans le processus d'unification monétaire européenne.

L'opération, qui a été réalisée avec une banque centrale, est entièrement accomplie et

a porté sur une quantité d'or de 175 tonnes. Elle est reflétée dans la situation hebdomadaire arrêtée le 24 avril 1995. Cette situation laisse voir, aux cours comptables et en chiffres arrondis, une diminution des avoirs en or de 69 milliards de francs et un accroissement des avoirs en monnaies étrangères de 69 milliards. Au passif apparaissent une augmentation de la rubrique « Réserve indisponible de plus-values sur or » de 50 milliards de francs, une réduction des différences d'évaluation sur or de 59 milliards et une augmentation de celles sur monnaies étrangères de 8 milliards.

L'opération mentionnée n'a aucun rapport avec les cessions d'actifs d'or, prévues par la loi du 23 décembre 1988, notamment en vue de l'émission de monnaies par l'Etat à des fins numismatiques ou commémoratives. La loi stipule que ces cessions ne peuvent excéder au total 2,75 p.c. du poids de l'or figurant dans les avoirs de la Banque au 1^{er} janvier 1987. Elles ont atteint 2 p.c. de ce poids jusqu'à ce jour.

3. POLITIQUE MONETAIRE

Modification de taux du 15 mai 1995

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses taux comme suit :

Taux central	4,50 p.c.	(-0,25 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	6,00 p.c.	(-0,25 p.c.)
Taux pour les autres situations créditrices :		
- tranche ordinaire	3,50 p.c.	(inchangé)
- tranche de dépassement ..	2,50 p.c.	(inchangé)

Ces nouveaux taux entrent en vigueur immédiatement.

Modification de taux du 8 juin 1995

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier les tarifs suivants à partir du 9 juin 1995 :

Taux pour les avances hors plafond	8,75 p.c.	(-0,25 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	5,75 p.c.	(-0,25 p.c.)

4. INSTITUT MONETAIRE EUROPEEN

Rapport sur le système de paiement TARGET

Le 29 mai 1995, l'IME a publié un rapport sur le Système TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) concernant les mécanismes de paiement que les banques centrales de l'Union Européenne mettront en place en vue de la troisième phase de l'UEM. Ce rapport a été préparé par le groupe de travail sur les systèmes de paiement de l'UE, présidé par M. T. Padoa-Schioppa, et a été approuvé par le Conseil de l'IME. Il détaille les objectifs, explique la conception du système et analyse les caractéristiques opérationnelles de TARGET, ainsi que les relations avec d'autres systèmes de transfert. Il aborde également les questions, liées à TARGET, posées par le passage à la troisième phase de l'UEM.

Les deux principaux objectifs du système TARGET consistent à répondre aux besoins de la politique monétaire unique au cours de la troisième phase et à améliorer le fonctionnement des systèmes de paiement européens. Ils pourront être atteints en recourant davantage aux procédures de règlement brut en temps réel (RBTR). Le système TARGET améliorera aussi l'efficacité des paiements transfrontaliers lors de la troisième phase, comme le requiert l'article 109 f (3) du traité sur l'Union européenne.

Conformément au traité, TARGET sera un système décentralisé composé de systèmes RBTR nationaux ainsi que d'une série de procédures et d'infrastructures communes permettant de les relier (le système d'interconnexion).

Les systèmes RBTR nationaux conserveront leurs caractéristiques spécifiques dans une mesure aussi compatible que possible avec l'unicité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales (SEBC) et une égalisation des conditions de concurrence pour les établissements de crédit. Cependant, lors de la troisième phase, chaque système RBTR national sera à la fois un système local et une partie d'un système unifié (TARGET).

TARGET utilisera l'écu comme nouvelle monnaie unique au cours de la troisième phase

de l'Union économique et monétaire. Toutefois, si au début de la troisième phase, les anciennes monnaies nationales continuent d'exister en tant que dénominations nationales de la nouvelle monnaie unique, pendant une période de transition, les systèmes RBTR nationaux pourront régler les opérations en unités nationales. Par ailleurs, les banques centrales des Etats membres qui ne participent pas à la troisième phase dès le début pourront choisir d'être raccordées au système d'interconnexion afin de traiter la monnaie unique comme une monnaie étrangère. Dans tous ces cas de figure, le système d'interconnexion fonctionnera en écu.

Conformément au principe de l'économie de marché, seuls les paiements relatifs à des opérations de politique monétaire devront obligatoirement être réglés par TARGET lors de la troisième phase de l'UEM. Les autres paiements pourront également être réglés par ce système mais d'autres voies resteront disponibles (par exemple correspondants bancaires, systèmes à règlement net dans certains pays).

Des travaux sont en cours afin de mettre en place le système décrit dans le rapport. A cette fin, les banques centrales de l'UE et l'IME surveilleront l'évolution des systèmes RBTR nationaux et le développement du système d'interconnexion.

Ce rapport est distribué par les banques centrales de l'UE aux parties intéressées dans leurs pays respectifs. Il est également disponible auprès de l'IME, à l'adresse suivante :

Institut monétaire européen
Secrétariat Général - Service Systèmes de paiement
Eurotower - Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main
Fax : (00 49 69) 27 227 227

Mémorandum du 15 juin 1995 concernant l'état d'avancement des travaux préparatoires conduits par l'IME en vue du passage à la monnaie unique

1. Le conseil de l'IME a examiné les principales questions qui doivent être abordées dans le cadre du processus conduisant à l'adoption de la monnaie unique européenne, et s'est concen-

tré sur les problèmes techniques et autres liés à la transition, y compris les questions essentielles de la faisabilité, de la crédibilité et de l'acceptation par le public. La présente note décrit l'état d'avancement des travaux de l'IME dans ce domaine.

2. En premier lieu, le conseil de l'IME tient à souligner l'importance que revêt le respect strict de tous les critères de convergence, condition préalable à la stabilité du contexte monétaire. Cette condition est indispensable pour garantir la viabilité de l'union monétaire, éviter des réactions défavorables de la part des marchés et s'assurer que tous les citoyens bénéficient pleinement des avantages de la monnaie unique. En conséquence, les Etats membres doivent accomplir des progrès supplémentaires en vue de satisfaire à tous les critères de convergence. A l'heure actuelle, le conseil de l'IME est particulièrement préoccupé par l'ampleur des déficits budgétaires et des encours des dettes publiques, qui restent excessifs dans la plupart des pays. Cette préoccupation a été exprimée dans une lettre datée du 1^{er} juin 1995 que le président de l'IME a adressée à M. Madelin, président du conseil de l'Union européenne.

3. Le conseil de l'IME estime que le calendrier du processus de transition devrait tenir compte de deux considérations principales. Premièrement, il est sans doute nécessaire de prévoir une période d'environ douze mois entre le moment où les chefs d'Etat ou de gouvernement décideront quels seront les pays qui participeront à la zone monétaire unique et le début effectif de l'UEM. Ce délai permettrait de parvenir à un juste équilibre entre la nécessité de limiter la période de lancement pour renforcer la crédibilité du passage à l'UEM, et celle de disposer d'assez de temps pour parachever et mettre en œuvre le cadre organisationnel, logistique et réglementaire qui permettra au Système européen de banques centrales de conduire une politique monétaire unique dès le premier jour de l'UEM. Deuxièmement, l'introduction des billets et pièces européens devrait s'opérer dans les trois ans qui suivent le début de la troisième phase. Ce délai permettra aux autorités compétentes d'avoir le temps de terminer les préparatifs techniques pour l'introduction des pièces et des billets libellés dans la monnaie unique, tout en accordant aux agents économiques suffisamment de temps pour se préparer à la re-conversion de leurs transactions.

4. En ce qui concerne le déroulement de la transition, l'IME a examiné les principaux aspects du passage à la monnaie unique afin d'évaluer les avantages et les inconvénients des différentes approches. Les lignes du scénario ne pourront être définies que lorsque les conséquences de la transition auront été précisées pour tous les utilisateurs de la monnaie.

5. Le conseil de l'IME considère que ces implications très complexes ne peuvent être correctement étudiées que dans le cadre d'une coopération notamment avec le secteur bancaire. En conséquence, l'IME a mené récemment, avec les banques centrales nationales, une enquête auprès de la profession bancaire de l'UE sur les problèmes auxquels les banques devront faire face durant le processus de transition. L'accueil a été positif : près de quatre cents banques dans l'Union, grandes et petites, exerçant une activité internationale ou davantage tournées vers le marché intérieur, ont rempli le questionnaire. Les résultats très intéressants de cette enquête sont actuellement à l'étude ; ils permettent déjà de conclure à la nécessité de poursuivre le dialogue avec le secteur bancaire afin

d'améliorer la compréhension mutuelle sur les questions posées.

6. L'IME et les banques centrales nationales poursuivront leurs travaux préparatoires en vue d'élaborer un scénario à la fois conforme aux dispositions du traité et réalisable techniquement. Ce scénario doit avoir pour but d'assurer la crédibilité et le caractère irréversible de l'union monétaire, de réduire au minimum les coûts d'adaptation pour toutes les parties concernées, d'éviter des distorsions de concurrence par la prise en compte des différences qui existent entre les structures bancaires des Etats membres et de garantir la transparence et la clarté des processus qui contribueront à l'acceptation de la monnaie unique par le public. Une préparation minutieuse est nécessaire pour atteindre ces objectifs.

7. Le conseil de l'IME entend faire connaître son opinion sur les aspects essentiels de la stratégie de transition d'ici à la fin de l'année.

Communications arrêtées au vendredi 14 juillet 1995.

IMPRIMERIE
DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE
BOULEVARD DE BERLAIMONT 14 - 1000 BRUXELLES
LE CHEF DU DEPARTEMENT
M. SALADE