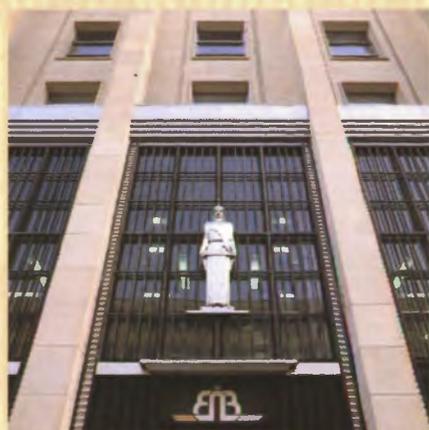


REVUE ECONOMIQUE

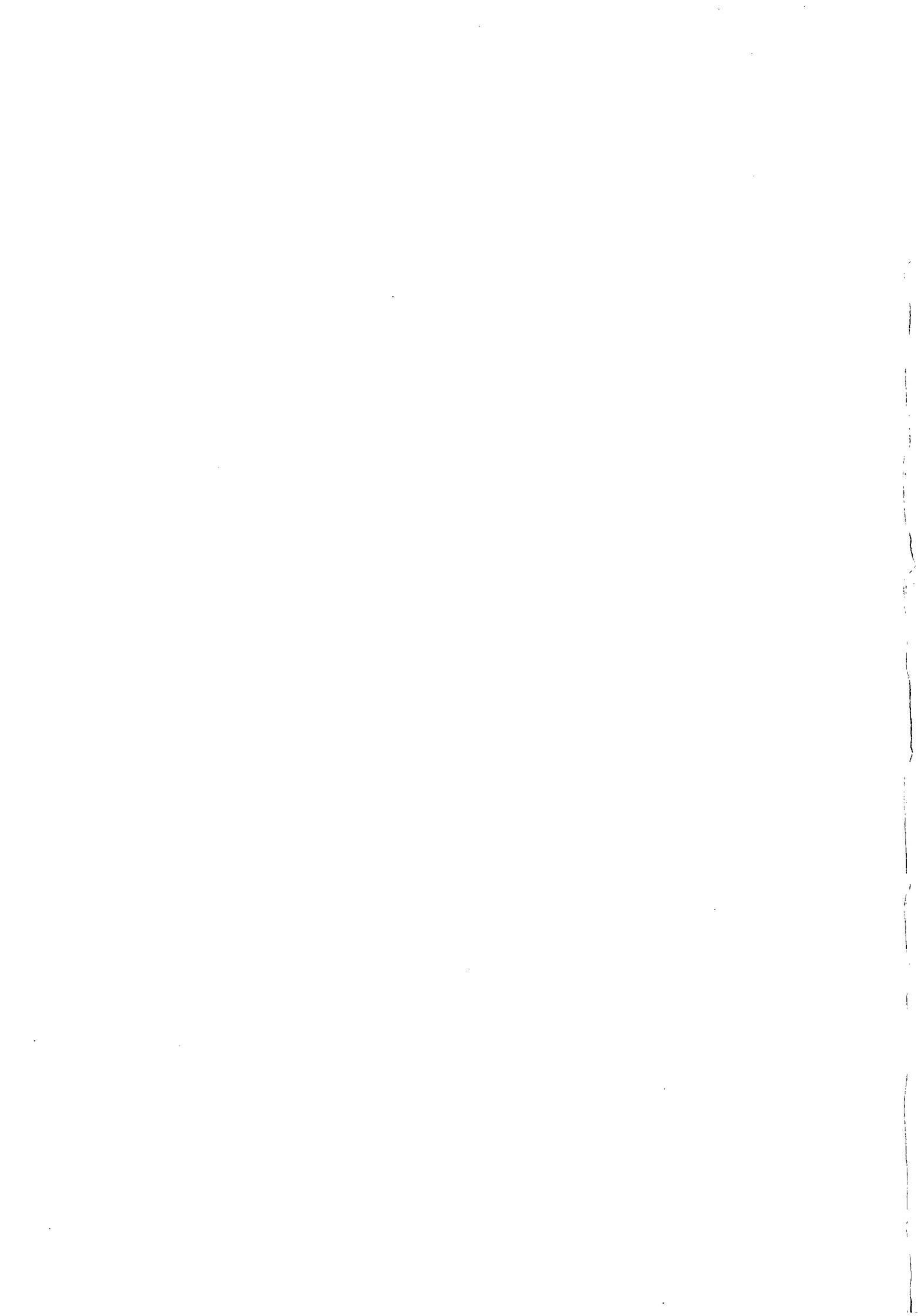


Août 1997

3^e Année

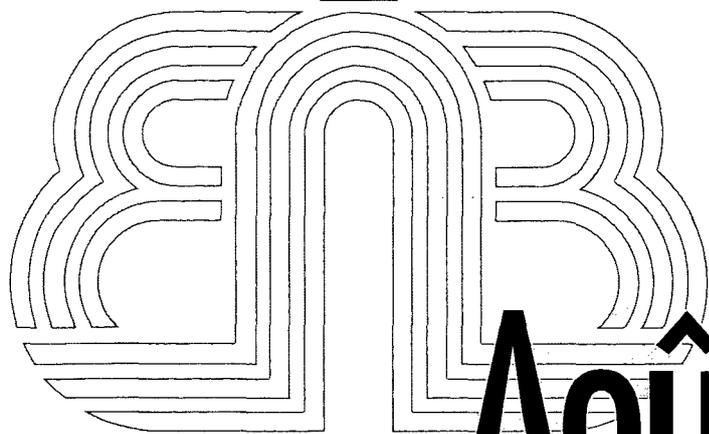
Banque Nationale de Belgique





REVUE ECONOMIQUE

Banque Nationale de Belgique



Août 1997

3^e Année

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 1997	
COMMUNICATIONS	33

LISTE DES ABREVIATIONS

BCE	Banque Centrale Européenne
BNB	Banque Nationale de Belgique
CE	Commission Européenne
FMI	Fonds Monétaire International
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
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 Economiques
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement économiques
ONEM	Office National de l'Emploi
PIB	Produit intérieur brut
SME	Système Monétaire Européen
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union Européenne
UEBL	Union Economique Belgo-Luxembourgeoise
UEM	Union Economique et Monétaire

SIGNES CONVENTIONNELS

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

La présente revue a été rédigée sur la base des données disponibles au 11 juillet 1997, excepté pour les enquêtes mensuelles de conjoncture de la Banque Nationale, pour lesquelles les résultats du mois de juin 1997, disponibles depuis le 22 juillet, sont pris en compte.

L'ECONOMIE BELGE EN 1997

1. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

L'amélioration de la situation économique des pays industrialisés, déjà apparente l'année précédente, s'est poursuivie au cours des premiers mois de 1997. D'après les prévisions les plus récentes, le rythme d'accroissement du PIB en termes réels calculé pour l'ensemble de l'OCDE refléterait une nouvelle accélération, puisqu'il s'élèverait à 3 p.c. cette année, contre 2,6 p.c. en 1996 et 2,2 p.c. en 1995. Les taux de croissance des principales économies seraient, à l'instar des deux années précédentes, très proches les uns des autres, ce qui contraste avec les importants écarts observés au début de la décennie. La situation du marché du travail reste néanmoins caractérisée par de grandes divergences, les taux de chômage de la plupart des pays de l'UE restant plusieurs fois supérieurs à celui des Etats-Unis ou du Japon. La nouvelle progression de l'activité n'a pas entraîné de résurgence de l'inflation, et a lieu dans un contexte général de taux d'intérêt relativement stables et bas, et d'assainissement budgétaire.

Activité et emploi

C'est aux Etats-Unis que l'activité reste la plus soutenue. La phase d'expansion conjoncturelle amorcée dès le début de 1992 n'a pas encore fait place à l'atterrissage en douceur annoncé à maintes reprises. Au contraire, la croissance s'est poursuivie et même accentuée tout au long de l'année passée et au cours des premiers mois de 1997. Cette accélération de la production n'est pas attribuable aux dépenses publiques, restées quasi inchangées dans le contexte de l'engagement pris par les autorités d'amener le budget à l'équilibre en 2002. Elle est avant tout le reflet d'une forte progression de l'investissement des entreprises, notamment en équipements informatiques, mais aussi de la consommation privée, soutenue par l'augmentation des revenus et par le niveau élevé de confiance des ménages. Le rythme de croissance des exportations s'est lui aussi accéléré, mais il

en a été de même des importations, si bien que la contribution du solde extérieur à la croissance est restée négative. Au second semestre de 1997, l'expansion économique des Etats-Unis pourrait, tout en demeurant vigoureuse, se ralentir quelque peu, sous l'effet notamment du durcissement de la politique monétaire et d'une décélération de la progression des revenus. Pour l'ensemble de l'année, les prévisions font état d'une croissance du PIB de 3,6 p.c., contre 2,4 p.c. en 1996 et 2 p.c. en 1995. Cette conjoncture favorable s'est accompagnée d'un rythme très élevé de création d'emplois, et d'un chômage faible et constamment décroissant. En 1997, ce dernier n'atteindrait en moyenne que 5 p.c. de la population active, à savoir le niveau le plus bas enregistré depuis le milieu de la décennie septante.

Le redressement de l'économie japonaise, amorcé timidement au second semestre de 1995, s'est globalement confirmé depuis lors. Dans sa phase initiale, ce mouvement avait été soutenu par un important programme de relance, comportant notamment un fort accroissement des investissements publics. Après que la politique budgétaire eut été réorientée dans un sens restrictif dans le courant de l'année 1996, l'expansion s'est ralentie. Mais elle a repris au début de 1997, sous l'effet des investissements

TABLEAU 1 — PIB A PRIX CONSTANTS

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

	1995	1996	1997
OCDE	2,2	2,6	3,0
Etats-Unis	2,0	2,4	3,6
Japon	1,4	3,6	2,3
Union européenne	2,4	1,6	2,3
dont : Allemagne	1,9	1,4	2,2
France	2,1	1,5	2,5
Royaume-Uni	2,5	2,1	3,0
Italie	2,9	0,7	1,0

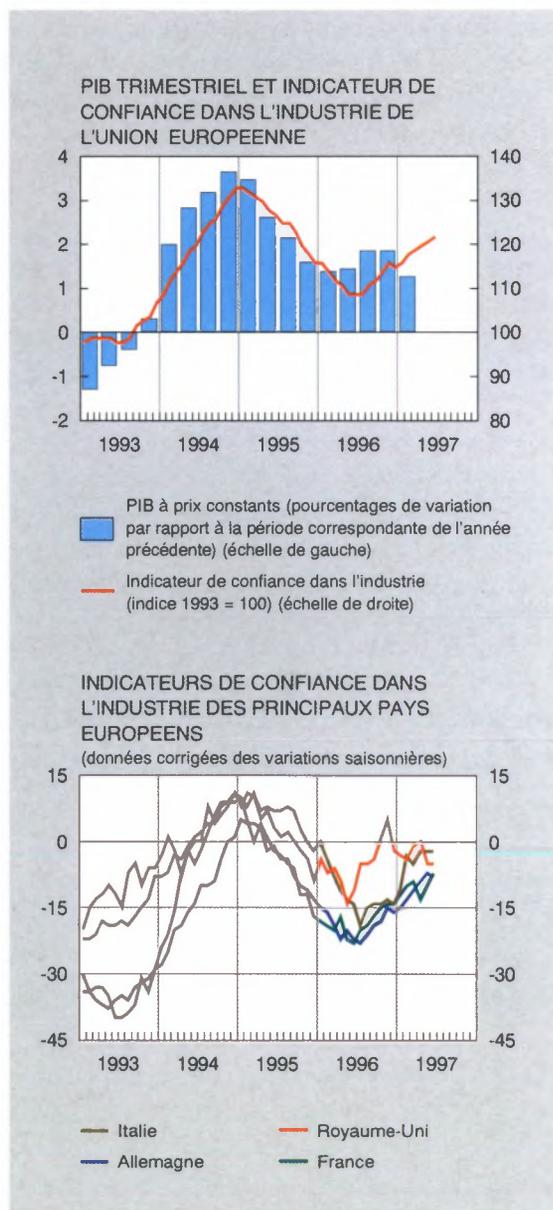
Source : OCDE.

non résidentiels et des exportations, stimulés respectivement par l'amélioration de la rentabilité des entreprises et la dépréciation du yen. La consommation privée se serait aussi quelque peu redressée. Le PIB du Japon augmenterait, pour l'ensemble de l'année, de 2,3 p.c. La décélération par rapport au taux de croissance de 3,6 p.c. atteint en 1996 est le fait du resserrement budgétaire, même si ce facteur ne devrait plus peser sur la croissance au second semestre. La reprise en cours au Japon n'a pas entraîné de réduction du taux de chômage, mais ce dernier resterait, en 1997, à 3,2 p.c., de loin parmi les plus faibles de l'OCDE.

Dans les pays européens, la conjoncture a retrouvé une allure ascendante depuis le milieu de l'année passée. La progression du PIB s'est ralentie au premier trimestre de 1997 pour des raisons accidentelles, mais, d'après l'indicateur de confiance dans l'industrie, le mouvement de hausse devrait reprendre à un rythme soutenu. Pour l'ensemble de l'UE, la croissance passerait de 1,6 p.c. en 1996 à 2,3 p.c. en 1997. Cette reprise se retrouverait à des degrés divers dans presque tous les pays membres.

Le retournement de tendance est particulièrement net en Allemagne. L'indicateur de confiance, qui avait baissé presque sans interruption de janvier 1995 à juillet 1996, est remonté ensuite régulièrement et vigoureusement. Cette tendance s'est poursuivie sans discontinuer pendant la première moitié de 1997. Elle trouve principalement son origine dans une amélioration de la compétitivité des entreprises, qui résulte à son tour de l'affaiblissement du deutsche mark et d'une certaine modération dans la conclusion des accords salariaux en 1996 et 1997. Suivant les prévisions les plus récentes de l'OCDE, la croissance devrait se raffermir pendant l'année en cours. Elle serait soutenue par une vive progression des volumes exportés, qui stimulerait à son tour les investissements privés non résidentiels. La consommation privée ne se redresserait par contre que graduellement, en raison de la faiblesse de la confiance des ménages due au chômage élevé et persistant. Quant aux dépenses des pouvoirs publics, elles seraient freinées, en raison du resserrement de la politique budgétaire requis par l'obligation de satisfaire en 1997 aux critères retenus dans le traité de Maastricht. Au total, la croissance de l'économie allemande atteindrait cette année 2,2 p.c., contre 1,4 p.c. en 1996.

GRAPHIQUE 1 — EVOLUTION RECENTE DE L'ACTIVITE DANS LES PRINCIPAUX PAYS EUROPEENS



Source : CE.

treprises en capital fixe et en stocks, par les perspectives de croissance. Le PIB de la France s'accroîtrait de 2,5 p.c. en 1997, contre 1,5 p.c. en 1996.

Le profil conjoncturel de l'Italie se distingue quelque peu de celui des deux grands pays européens mentionnés ci-dessus. D'une part, la demande intérieure a été fortement ralentie, tout au long de l'année 1996, par les politiques budgétaire, monétaire et de change mises en œuvre afin d'assurer la réalisation des objectifs de convergence liés à la monnaie unique dans ce pays qui en était au départ très éloigné. Les effets de ces politiques ont d'ailleurs été renforcés par ceux de taux d'intérêt réels à long terme très élevés en raison des incertitudes sur la capacité de l'Italie de figurer parmi les premiers participants à l'UEM. D'autre part, les exportations ont été freinées par la perte de compétitivité liée à l'appréciation de la lire jusqu'en novembre 1996, quand elle a réintégré le mécanisme de change du SME. L'indicateur de confiance dans l'industrie permet cependant de prévoir un léger redressement en 1997. La demande d'exportations se raffermirait, en raison d'une sensible progression des marchés extérieurs. Cette évolution devrait à son tour stimuler la formation brute de capital fixe, notamment en équipements. La consommation privée, qui est restée pratiquement stationnaire en 1996, s'accroîtrait un peu, car les effets de l'augmentation des salaires réels devraient l'emporter sur ceux de l'alourdissement de la fiscalité sur les revenus des ménages. En moyenne annuelle, l'effet de ce redressement conjoncturel serait modeste, puisqu'il porterait le rythme de progression du PIB à 1 p.c., chiffre à peine supérieur à celui de 0,7 p.c. enregistré en 1996.

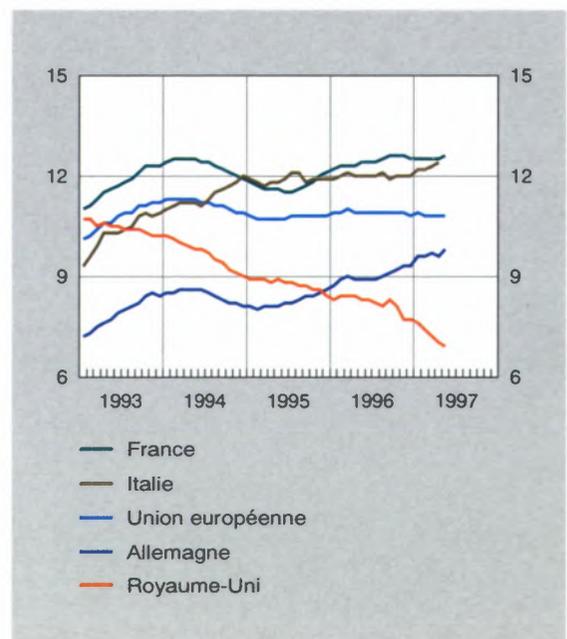
Les taux de croissance au Royaume-Uni, dont le profil conjoncturel était aligné sur celui des Etats-Unis, se sont rapprochés quelque peu, depuis 1995, de ceux observés en Europe continentale. La progression du PIB de ce pays s'est ralentie en 1996, tout en se maintenant à une allure encore appréciable, mais elle se redresserait sensiblement pendant l'année en cours. A la différence de ce qui est attendu pour les autres pays européens, cette croissance bénéficierait d'un ferme soutien des dépenses des ménages. L'amélioration de la confiance de ces derniers, ainsi que la forte progression de leur revenu disponible, devraient en effet stimuler tant

la consommation privée que la construction de logements. La formation de capital des entreprises s'accroîtrait elle aussi, mais à un rythme un peu inférieur à celui de l'année précédente. Les dépenses des pouvoirs publics n'augmenteraient que faiblement, comme dans les autres pays européens. La contribution du solde extérieur à la croissance resterait quant à elle négative, en raison de l'appréciation de la livre et de la fermeté de la demande intérieure. La croissance de l'économie britannique atteindrait en moyenne 3 p.c. en 1997, contre 2,1 p.c. un an auparavant.

La situation du marché du travail dans les pays de l'UE reste préoccupante. L'emploi, qui était resté pratiquement inchangé pendant le premier semestre de 1996, a depuis lors enregistré une progression modérée, qui s'est un peu accentuée pendant les premiers mois de l'année en cours. Comme la population active a continué à s'accroître, le chômage n'a fait guère plus que se stabiliser à un niveau encore très élevé ; il touchait encore, en mai 1997, près de 11 p.c. de la population active de l'Union européenne, chiffre identique à celui du mois correspondant de l'année précédente. Les évolutions ont été

GRAPHIQUE 2 — TAUX DE CHOMAGE DES PRINCIPAUX PAYS EUROPEENS

(pourcentages de la population active civile, données dessaisonnalisées)



Source : CE.

par ailleurs très divergentes d'un pays à l'autre. Le taux de chômage a diminué dans quelques petits pays et au Royaume-Uni, où il est revenu à 6,9 p.c. en mai 1997 au lieu de 8,3 p.c. un an auparavant. Au cours de la même période, il a, en revanche, encore un peu augmenté en Italie et en France, où son niveau était déjà particulièrement élevé : dans le premier de ces deux pays, il a atteint 12,4 p.c. en avril 1997 et, dans le second, 12,6 p.c. en mai. En Allemagne, où il était au départ un peu moins important, la progression a été plus marquée, le taux de chômage passant de 8,9 p.c. en mai 1996 à 9,8 p.c. en mai 1997.

Dans le cadre de la stratégie communautaire pour l'emploi lancée par le Conseil européen d'Essen en 1994 et approuvée lors des Conseils européens ultérieurs, plusieurs pays ont pris des mesures visant à accroître le contenu de la croissance en emploi, et plus particulièrement à renforcer l'efficacité du marché du travail. Dans la plupart d'entre eux, la législation sociale et les conventions collectives ont été assouplies, notamment en matière de temps de travail et de protection de l'emploi. En ce qui concerne le droit aux allocations de chômage, certains pays ont resserré les conditions d'accès et renforcé le contrôle sur la recherche effective d'un emploi par le bénéficiaire. Enfin, quelques innovations ont été introduites en matière d'investissement en ressources humaines, et plus particulièrement de formation permanente. Dans sa plus récente recommandation concernant l'application des grandes orientations de politiques économiques, la Commission européenne considère toutefois que ces progrès sont insuffisants ; selon elle, les réformes ne pourront produire d'effets significatifs que pour autant qu'elles aillent davantage en profondeur et s'étendent à tous les pays. Le Conseil européen a confirmé ces orientations à Amsterdam en juin 1997. Il a aussi organisé une procédure visant à coordonner les politiques des Etats membres et de la Communauté en matière d'emploi.

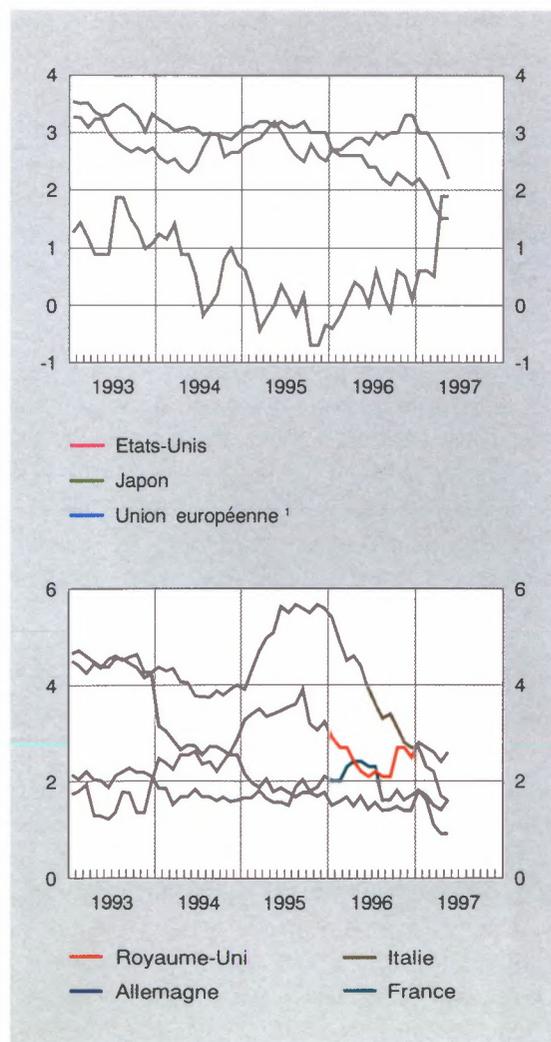
Prix

En dépit du raffermissement généralisé de l'activité, l'inflation est demeurée faible ou a continué à baisser dans la plupart des pays de l'OCDE.

Aux Etats-Unis, où le niveau d'utilisation des ressources productives est très élevé, la progression des rémunérations par personne occupée est sensible. Elle se serait d'ailleurs accélérée dans les premiers mois de l'année, mais cette évolution aurait été compensée, pour une grande partie, par de sensibles progrès de productivité. En tout état de cause, l'alourdissement des coûts de la main d'œuvre ne s'est pas répercuté jusqu'à présent dans les prix, sans doute en raison d'une concurrence accrue sur le marché intérieur. Au cours des cinq premiers mois de 1997, le taux d'inflation annuel a même diminué. En mai, il était revenu à 2,2 p.c., contre 2,9 p.c. le mois correspondant de l'année pré-

GRAPHIQUE 3 — PRIX A LA CONSOMMATION

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



Source : CE.

¹ Depuis janvier 1996, l'indice des prix à la consommation de l'Union européenne est calculé à partir des indices harmonisés des prix à la consommation (IHPC).

cédente. Pour l'ensemble de l'année, l'OCDE retient un chiffre très proche, 2,3 p.c.

Au Japon, la période de quasi totale stagnation des prix intérieurs enregistrée au cours des deux années écoulées paraît être arrivée à son terme. La hausse des prix à l'importation liée à l'affaiblissement du yen, ainsi qu'une légère progression du coût salarial par unité produite, ont en effet imprimé aux prix à la consommation, au début de l'année 1997, un mouvement de hausse. Le taux d'inflation a ainsi atteint 1,1 p.c. en moyenne pendant les cinq premiers mois de l'année, et 1,9 p.c. en mai. En raison des marges importantes de capacité inutilisées, le taux d'inflation resterait modéré; suivant les prévisions récentes de l'OCDE, il ne dépasserait pas 1,5 p.c. pour la moyenne de l'année 1997.

Dans l'Union européenne, l'inflation a continué à se réduire au cours des premiers mois de 1997, atteignant en mai 1,5 p.c., contre 2,6 p.c. le mois correspondant de l'année précédente. Cette amélioration a été quasi générale, et s'est accompagnée d'une réduction des écarts entre pays. Elle a ainsi été particulièrement substantielle en Italie, où la hausse des prix à la consommation, encore égale à près du double de la moyenne européenne en 1995, ne s'écartait pratiquement plus de celle-ci en mai 1997. Le recul de l'inflation dans les pays de l'UE est lié à un écart de production encore important, mais d'autres facteurs ont aussi joué, notamment un renforcement de la pression concurrentielle, due en partie au marché unique, une modération salariale plus rigoureuse et des politiques monétaires axées sur la stabilité des prix.

Evolutions financières

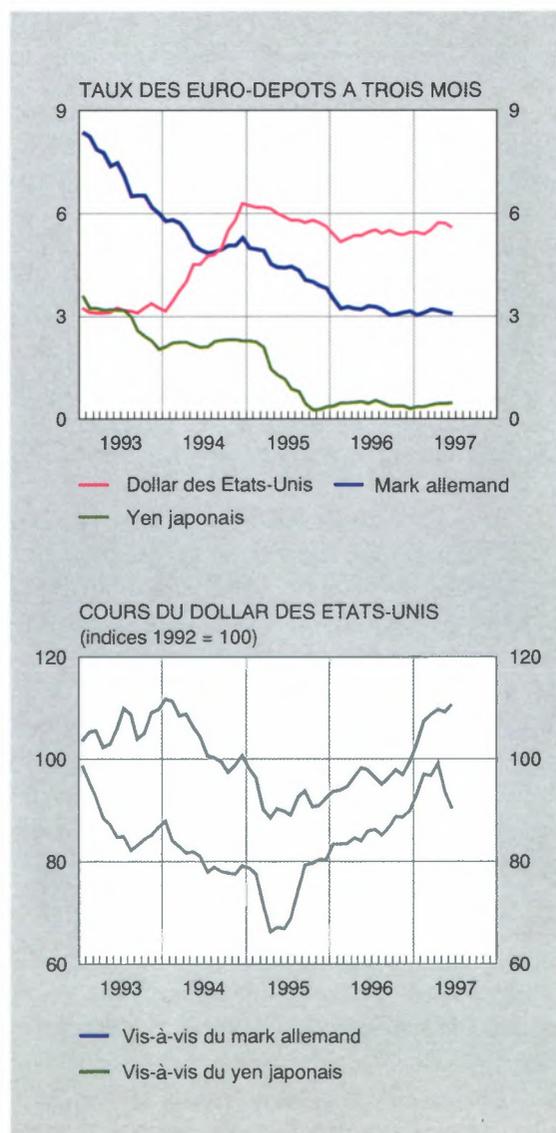
Durant le premier semestre de 1997, les taux d'intérêt à court terme des trois principaux pays industrialisés sont restés relativement stables, comme en 1996. Aux Etats-Unis, la banque centrale les a toutefois orientés légèrement à la hausse. Il n'en a pas été de même au Japon et en Allemagne, où l'économie se situe à un autre stade du cycle conjoncturel.

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a relevé l'objectif pour le taux des fonds fédéraux de 25 points de base le 25 mars 1997, le portant à son niveau du début de 1996, soit 5,5 p.c.

Cette hausse avait pour but de prévenir tout risque de reprise de l'inflation, tout en permettant, par son ampleur limitée, le maintien d'une croissance soutenue. En dépit de l'absence de signes d'une reprise imminente de l'inflation, la banque centrale américaine a pris en considération le resserrement du marché du travail et la forte hausse des cours des actions. Dès le milieu du mois de mars, les taux des euro-dépôts à trois mois avaient en partie anticipé cette hausse du taux directeur.

Le taux d'escompte de la Banque du Japon est demeuré inchangé à 0,5 p.c., niveau qu'il avait atteint en septembre 1995. D'une part, la

GRAPHIQUE 4 — TAUX D'INTERET A COURT TERME ET COURS DE CHANGE AUX ETATS-UNIS, AU JAPON ET EN ALLEMAGNE



Source : BNB.

reprise économique est jugée insuffisante pour comporter des risques d'inflation; d'autre part, les éventuelles répercussions d'une hausse du taux directeur sur les marchés obligataires pourraient être dommageables aux banques japonaises, dont la situation financière est encore fragile. Sur l'ensemble du premier semestre de 1997, les taux d'intérêt de marché à court terme se sont cependant quelque peu redressés, les opérateurs anticipant un resserrement de la politique monétaire avant la fin de l'année.

En Allemagne, la Bundesbank n'a procédé à aucune modification de ses taux directeurs depuis le 29 août 1996, le taux des cessions-rétrocessions hebdomadaires demeurant à 3 p.c. Dans un contexte de reprise progressive de l'activité, la stabilité des prix ne semble en effet guère menacée. Par ailleurs, la croissance de l'agrégat M3, après avoir été relativement forte au début de l'année, s'est ensuite rapprochée de l'objectif fixé par la Bundesbank.

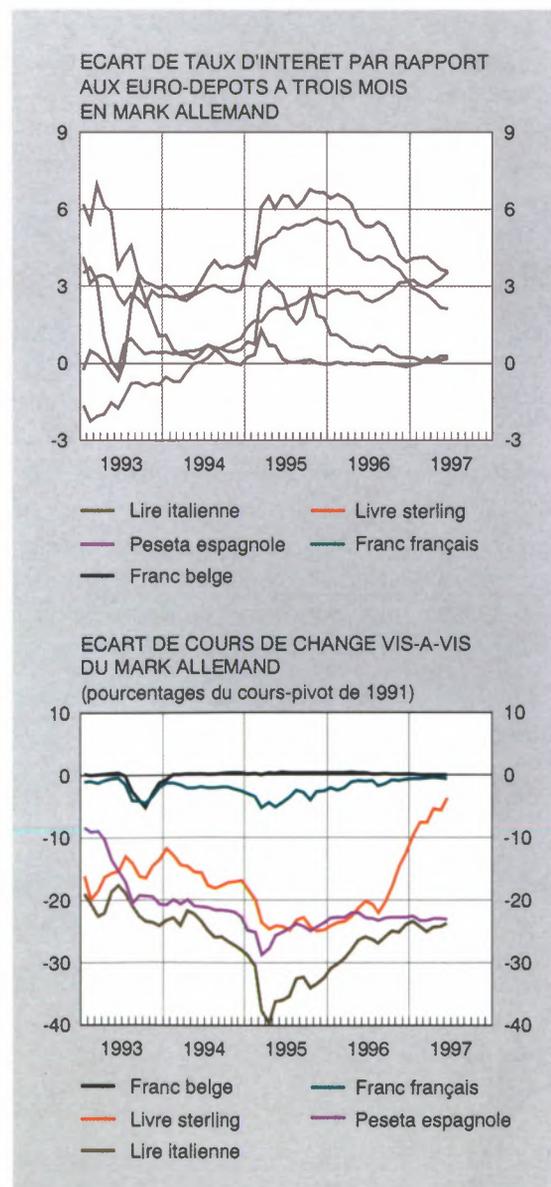
Les marchés des changes ont été caractérisés par la vigueur du dollar américain. Tout comme en 1996, celui-ci s'est apprécié tant vis-à-vis du mark allemand que du yen durant les premiers mois de 1997. Au mois d'avril, le dollar se situait à un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis février 1994 vis-à-vis du mark et depuis août 1992 vis-à-vis du yen. Aux mois de mai et de juin, il s'est cependant fortement déprécié vis-à-vis du yen, revenant à un niveau comparable à celui du mois de décembre 1996.

Dans l'Union européenne, la livre sterling a poursuivi son appréciation entamée à l'approche du dernier trimestre de 1996, portée par la forte croissance économique au Royaume-Uni. Vis-à-vis du mark allemand, elle s'est appréciée de 10 p.c. depuis décembre 1996 et s'est rapprochée du niveau qui était le sien peu avant son retrait du mécanisme de change du SME. Le punt irlandais a évolué de la même manière et est depuis octobre 1996 la monnaie la plus forte du mécanisme de change, s'étant situé jusqu'à plus de 10 p.c. au-dessus de son cours-pivot vis-à-vis du mark allemand.

Exception faite du punt irlandais, les monnaies du mécanisme de change sont demeurées assez près de leur cours-pivot vis-à-vis du mark allemand. La peseta espagnole et la lire italienne ont fait preuve de stabilité. Le cours de la première a la plupart du temps évolué à moins de

1 p.c. au-dessus de son cours-pivot vis-à-vis du mark allemand. Quant à la seconde, depuis sa réinsertion dans le mécanisme de change en novembre 1996, elle a fluctué autour de son nouveau cours-pivot. Parmi les monnaies dont le cours-pivot vis-à-vis du mark allemand est inchangé depuis 1987, la couronne danoise a rejoint son cours-pivot vis-à-vis du mark au début de 1997, ce qui n'avait plus été le cas depuis le mois de juillet 1990, tandis que le franc français, qui s'était rapproché du sien jusqu'en avril, s'en est écarté à l'occasion des élections législatives en France, pour revenir à son niveau du début de l'année.

GRAPHIQUE 5 — TAUX D'INTERET A COURT TERME ET COURS DE CHANGE DANS L'UNION EUROPEENNE



Source : BNB.

La cohésion accrue des monnaies du mécanisme de change a en général permis de réduire les écarts de taux d'intérêt à court terme avec l'Allemagne ou de les maintenir à un niveau proche de zéro. En France, l'écart avait quasiment disparu en mars, avant de remonter aux alentours d'un quart de point de pourcentage en juin pour les euro-dépôts à trois mois. En Espagne, il s'est réduit de plus de 1 point de pourcentage depuis la fin de 1996. A l'inverse, l'écart s'est accru pour le Royaume-Uni, témoignant d'anticipations de resserrement de la politique monétaire liées à des risques inflationnistes pouvant entraîner le dépassement de la cible d'inflation. Dans un premier temps, ces risques ont pu être contenus par l'appréciation de la livre sterling, mais la Banque d'Angleterre

a ensuite augmenté ses taux à deux reprises, aux mois de mai et juin, en réponse à la forte croissance des dépenses de consommation.

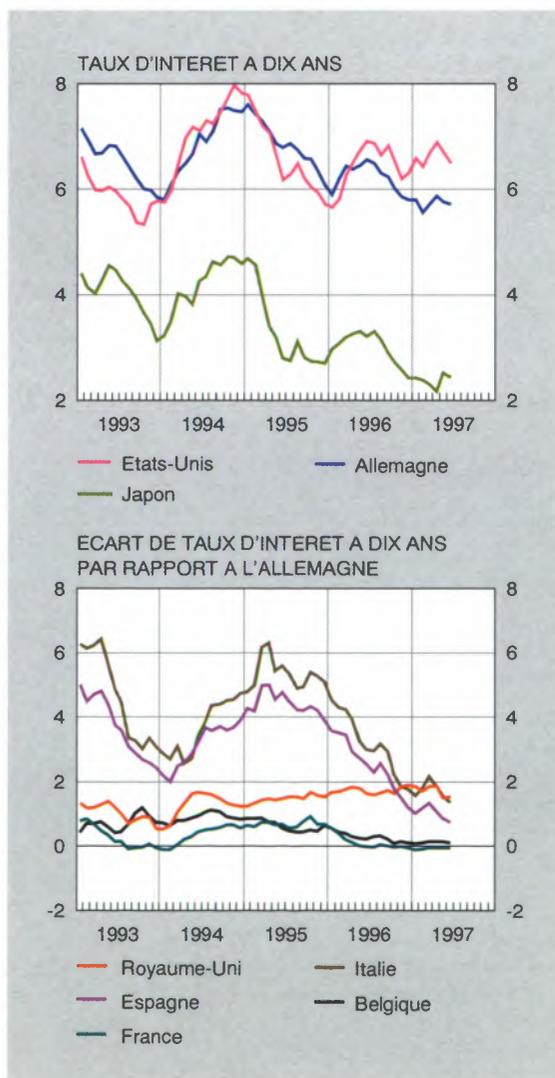
En ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme, le découplage entre les taux américains et allemands s'est poursuivi. Reflétant les anticipations de relèvement des taux à court terme, les taux américains à long terme ont suivi une tendance à la hausse jusqu'au mois d'avril. Dans le même temps, les taux allemands sont restés relativement stables, de sorte que le différentiel s'est accru pour approcher 1 point de pourcentage.

Dans l'Union européenne, les pays qui enregistrent déjà un faible écart de taux à long terme avec l'Allemagne l'ont conservé. Ainsi, les légères tensions apparues sur le marché monétaire en France ne se sont pas répercutées sur le marché obligataire. Par ailleurs, l'Italie et l'Espagne, qui avaient enregistré une diminution substantielle de leur différentiel l'année précédente, en raison notamment des bons résultats obtenus en matière de lutte contre l'inflation, ont vu ce mouvement se ralentir. Durant le premier trimestre de 1997, leurs taux se sont en effet redressés à la suite d'incertitudes quant à leur participation initiale à l'Union monétaire, avant de diminuer à nouveau. Au Royaume-Uni, la décision d'octroyer plus d'autonomie à la Banque d'Angleterre a contribué à réduire les taux à long terme en mai 1997.

Enfin, le premier semestre de 1997 a aussi été marqué dans la sphère financière par une forte progression de la plupart des places boursières. La hausse enregistrée au cours des six premiers mois de 1997 a en effet approché, voire dépassé, celle observée sur l'ensemble de l'année 1996, pourtant elle-même caractérisée par une croissance élevée des cours des actions. Ce constat se vérifie particulièrement pour les places européennes, alors qu'à l'inverse la tendance boursière au Japon ne s'est inscrite que faiblement à la hausse.

Les causes de ces hausses, accompagnées de ratios cours/bénéfices élevés, et leurs implications quant à la conduite de la politique monétaire font l'objet de nombreuses analyses. Dans les pays qui ont connu une période prolongée de forte croissance économique, en particulier aux Etats-Unis, l'évolution du marché des

GRAPHIQUE 6 — TAUX D'INTERET A LONG TERME



Sources : données nationales.

TABEAU 2 — INDICES BOURSIERS

(pourcentages de variation)

	Moyenne 1993-1995	Décembre 1995 - décembre 1996	Décembre 1996 - juin 1997
Etats-Unis (Standard & Poors 500)	12,2	20,9	17,7
Japon (Nikkei 225)	3,7	3,5	1,9
Royaume-Uni (FT 100) ..	9,6	10,6	15,2
Allemagne (DAX 30)	14,5	25,6	30,4
France (CAC 40)	1,0	22,9	20,7
Belgique (BEL 20)	11,0	22,0	24,9

Sources : Bourses nationales.

actions est suivie de près par la banque centrale, dans la mesure où les mouvements de cours des actions y sont susceptibles d'exercer d'importants effets de richesse. Dans les pays où la croissance économique reprend, la progression des marchés boursiers peut être surtout révélatrice d'attentes à la hausse concernant les bénéfices des entreprises.

2. ACTIVITE ECONOMIQUE

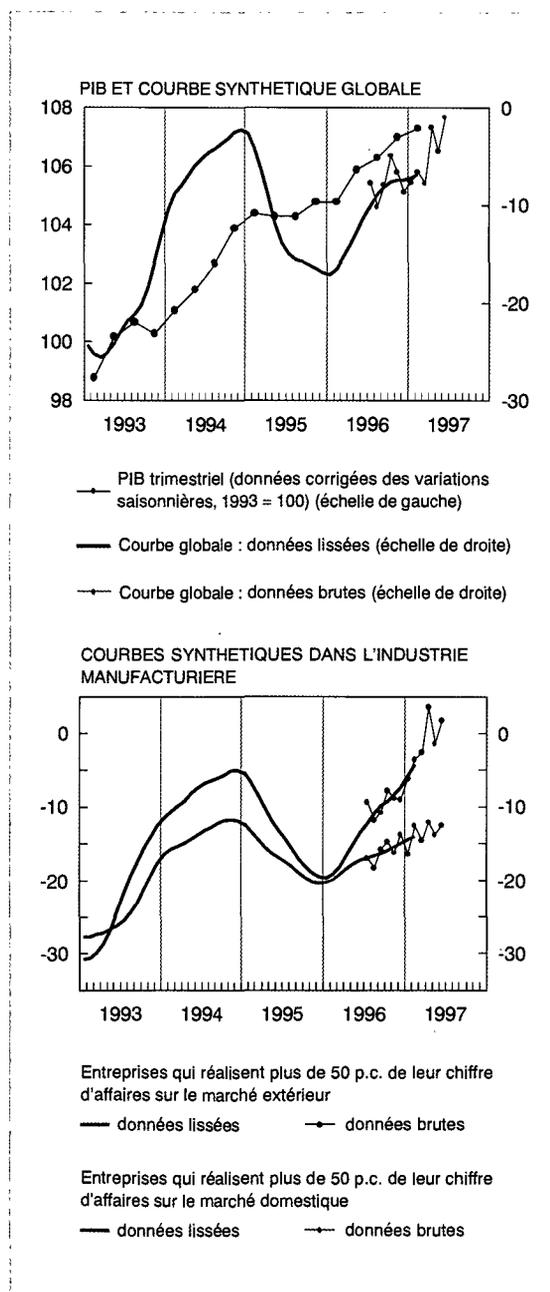
Le redressement de l'activité économique en Belgique, qui a débuté au printemps 1996, s'est poursuivi au premier semestre de 1997. Si au cours du premier trimestre la croissance du PIB à prix constants a été légèrement moins rapide qu'au cours des trimestres précédents, la conjoncture se serait, toutefois, suivant les résultats récents des enquêtes mensuelles de conjoncture dans lesquelles les entreprises communiquent une évaluation qualitative de leur activité, à nouveau sensiblement améliorée par la suite ; au deuxième trimestre, la courbe synthétique brute a atteint un niveau comparable à celui de la fin de 1994, sommet du cycle précédent.

Sur la base des indications relatives au premier semestre et dans l'hypothèse de la poursuite d'une conjoncture ascendante au cours de la seconde moitié de l'année, la croissance du

PIB à prix constants atteindrait 2 p.c. pour l'ensemble de l'année 1997 et serait supérieure de 0,5 point à celle de l'année précédente.

Des indicateurs conjoncturels récents montrent que la croissance trouve surtout son origine dans l'industrie manufacturière, la branche d'activité la plus sensible à la conjoncture internationale. Parmi les entreprises industrielles, celles qui sont davantage orientées vers les marchés à l'exportation sont dans une situation conjoncturelle particulièrement favorable. La croissance

GRAPHIQUE 7 — EVOLUTION RECENTE DE L'ACTIVITE



Source : BNB.

des marchés à l'exportation est plus soutenue et, en outre, d'après l'enquête trimestrielle de la Banque, la position compétitive des entreprises industrielles se serait améliorée. Au total, en 1997, la croissance des exportations de biens et services atteindrait quelque 5 p.c. en volume, contre 3,2 p.c. l'année précédente.

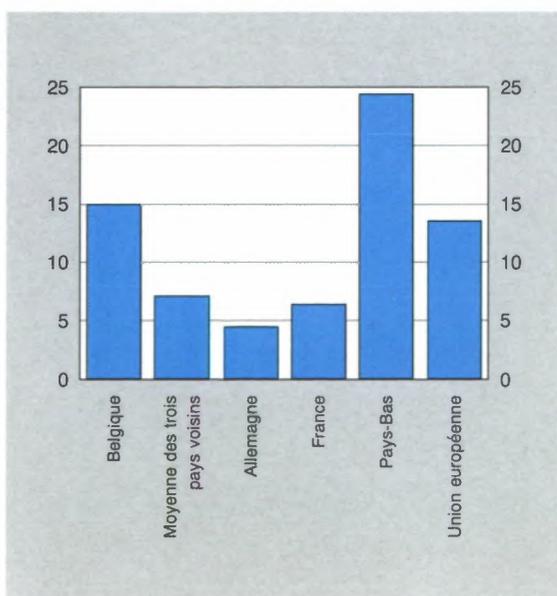
Bien qu'en moins forte progression, la demande intérieure contribuerait aussi à l'accélération de la croissance en 1997.

Pour la troisième année consécutive, les investissements des entreprises devraient constituer la composante la plus dynamique de la demande intérieure. Ils progresseraient de quelque 4 p.c., contre 3 p.c. en moyenne dans les trois pays voisins. Depuis 1994, la formation brute de capital fixe des entreprises a progressé de 15 p.c. en Belgique, contre seulement 7 p.c. en moyenne dans les trois pays voisins.

Les principaux déterminants de l'évolution des investissements continueraient d'évoluer favorablement : l'activité économique progresse, de même que les bénéfices des entreprises. Ces déterminants sont particulièrement positifs pour les entreprises manufacturières principalement orientées vers les marchés extérieurs, qui bénéficient d'une demande en forte progression.

GRAPHIQUE 8 — INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES

(pourcentages de variation à prix constants entre 1994 et 1997)



Sources : OCDE, ICN, BNB.

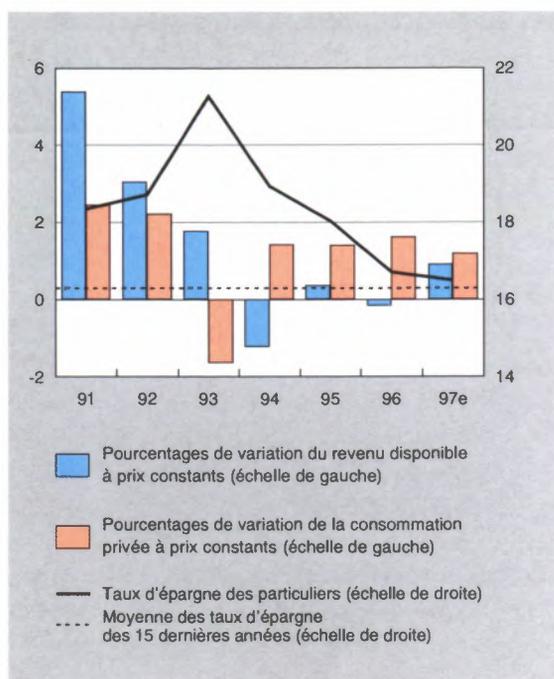
Ainsi, d'après l'enquête semestrielle, les investissements s'accéléraient notablement dans les branches des métaux non ferreux, du textile et de la chimie. Dans cette dernière branche, les investissements totaliseraient en 1997 plus de 40 p.c. de la formation brute de capital fixe de l'industrie manufacturière, soit le double de leur part relative dix ans plus tôt. Dans les fabrications métalliques, les investissements ne progresseraient pratiquement pas en 1997, compte tenu du fort recul des investissements de la branche de l'automobile, qui succède à deux années de forte hausse. Au total, d'après l'enquête, la formation brute de capital fixe de l'industrie manufacturière croîtrait à un rythme plus rapide que l'année précédente, s'accélégrant de 2 points de pourcentage.

Les investissements des autres branches seraient moins dynamiques. Sur la base des statistiques en provenance de la TVA, les entreprises spécialisées dans les services marchands, dont la propension à investir fluctue traditionnellement moins que celle de l'industrie manufacturière, investiraient approximativement autant qu'en 1996. Les entreprises publiques, surtout actives dans la branche « transport et communications », comprimeraient pour leur part quelque peu leurs dépenses d'investissements, comme en 1996. Toutefois, compte tenu de la hausse quasi ininterrompue des années nonante, ceux-ci se situeraient encore, dans une perspective historique, à un niveau élevé.

Au cours des premiers mois de 1997, les dépenses de consommation n'auraient que peu progressé, ainsi qu'en témoignent les résultats des enquêtes mensuelles de conjoncture. Par rapport au début de l'année 1996, les achats de véhicules ont notamment diminué du fait que le salon de l'automobile n'a pas lieu lors des années impaires. Traditionnellement, un mouvement de rattrapage est observé à partir du deuxième trimestre. Ainsi, les prévisions tablent sur une légère reprise de la consommation privée en cours d'année.

En moyenne, les particuliers augmenteraient leurs dépenses de consommation de 1,2 p.c. en 1997. La progression de la consommation resterait ainsi comparable à celle des trois années précédentes, mais l'origine en serait différente. Dans un contexte de quasi-stagnation du revenu disponible, la consommation avait surtout été

GRAPHIQUE 9 — CONSOMMATION PRIVEE, REVENU DISPONIBLE ET EPARGNE



Sources : ICN, BNB.

soutenue, ces dernières années, par une diminution du taux d'épargne, qui avait atteint un niveau particulièrement élevé en 1993. Au contraire, en 1997, la plus grande partie de l'accroissement de la consommation privée résulterait de la hausse, de 0,9 p.c., du revenu disponible à prix constants et le taux d'épargne ne reculerait plus que dans une faible mesure. Il s'établirait à 16,5 p.c., soit encore un niveau légèrement supérieur à la moyenne des quinze dernières années.

En ce qui concerne les dépenses en logements, qui sont principalement déterminées par l'évolution du revenu disponible, des taux d'intérêt des crédits hypothécaires et des prix des constructions résidentielles, une progression de l'ordre de 3 p.c. est attendue. Cette croissance ne ferait que compenser la forte diminution des dépenses en logements de l'année précédente.

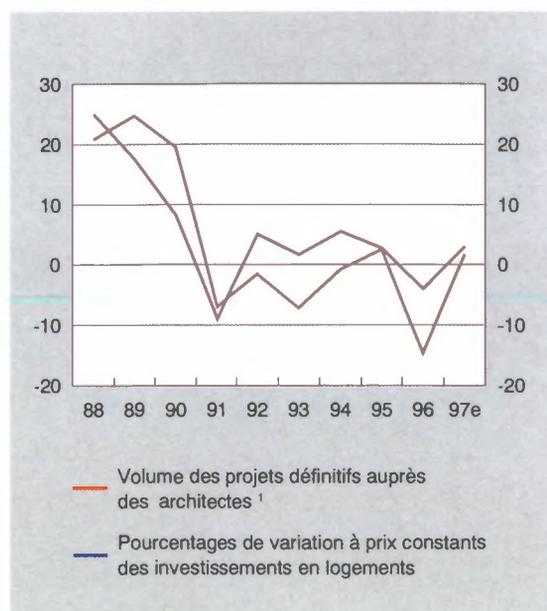
Les investissements en logements résidentiels réagissent avec un certain retard à l'évolution de leurs déterminants, en raison du délai qui sépare la décision de construire de la réalisation des projets. Jusqu'à la mi-1996, les dépenses en logements s'étaient fortement réduites. Au cours des mois qui avaient suivi, elles avaient entamé un redressement, mais essentiel-

lement sous la forme d'achats sur le marché secondaire, qui ne jouent dans la formation brute de capital fixe des particuliers qu'à concurrence du montant des droits et frais d'enregistrement. La baisse des taux d'intérêt au cours des deux années précédentes, les mesures de diminution des taux de TVA sur la construction de certaines catégories de logements, de même que le redressement progressif des prix sur le marché secondaire ont ensuite concouru au redressement des dépenses pour de nouveaux logements, ce que confirment, avec une avance d'environ trois trimestres, les résultats de l'enquête trimestrielle auprès des architectes. L'introduction de réglementations plus strictes en matière d'octroi de permis de bâtir pourrait cependant augmenter le délai qui sépare les projets auprès des architectes du commencement des constructions.

La consommation publique augmenterait de 1,1 p.c., en raison principalement de la progression du nombre de pensionnés et de la révision à la hausse des barèmes pour certaines catégories d'agents de la fonction publique.

Au total, la demande finale croîtrait de un point de pourcentage de plus qu'en 1996. Comme cette accélération trouverait son origine dans l'évolution des investissements des entreprises et des exportations, deux catégories de dépenses

GRAPHIQUE 10 — CONSTRUCTION RESIDENTIELLE



Sources : ICN, BNB.

¹ Moyenne annuelle des soldes des réponses à l'enquête trimestrielle réalisée auprès des architectes, retardés de trois trimestres.

TABEAU 3 — PIB ET PRINCIPALES CATEGORIES DE DEPENSES A PRIX CONSTANTS

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

	1994	1995	1996	1997 e
Consommation privée ¹	1,4	1,4	1,6	1,2
Logements	5,5	2,8	-4,0	3,0
Dépenses publiques	2,0	...	0,2	1,6
Consommation publique	1,6	0,9	1,8	1,1
Investissements publics	5,8	-8,3	-14,2	7,3
Formation brute de capital fixe des entreprises	-3,3	5,1	4,7	4,0
Variation des stocks ^{1,2}	0,3	...	-0,1	...
Total des dépenses intérieures	1,4	1,7	1,4	1,7
Exportations de biens et services	9,5	³	3,2	5,0
Total des dépenses finales	4,8	³	2,2	3,2
Importations de biens et services	8,2	³	2,8	4,8
Exportations nettes de biens et services ²	1,1	0,7	0,4	0,4
PIB avant ajustements statistiques	2,5	2,4	1,7	2,0
Ajustements statistiques ² .....	...	-0,3	-0,3	...
PIB	2,4	2,1	1,5	2,0

Sources : ICN, BNB.

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

² Contribution à la variation du PIB.

³ En raison de ruptures de séries dans les flux bruts entre 1994 et 1995, provenant de l'introduction, dans les statistiques de la balance des paiements, d'un nouveau système de collecte des données et de l'application des directives contenues dans la cinquième édition du manuel de la balance des paiements du FMI, une comparaison entre 1994 et 1995 n'est pas pertinente.

qui ont un contenu importé élevé, la demande d'importations, en progression de 2,8 p.c. en 1996, s'accélérait de manière plus prononcée, atteignant quelque 4,8 p.c. Cette hausse resterait cependant en deçà de la croissance des exportations et la contribution des exportations nettes de biens et services à la croissance du PIB demeurerait largement positive, de l'ordre de 0,4 p.c.

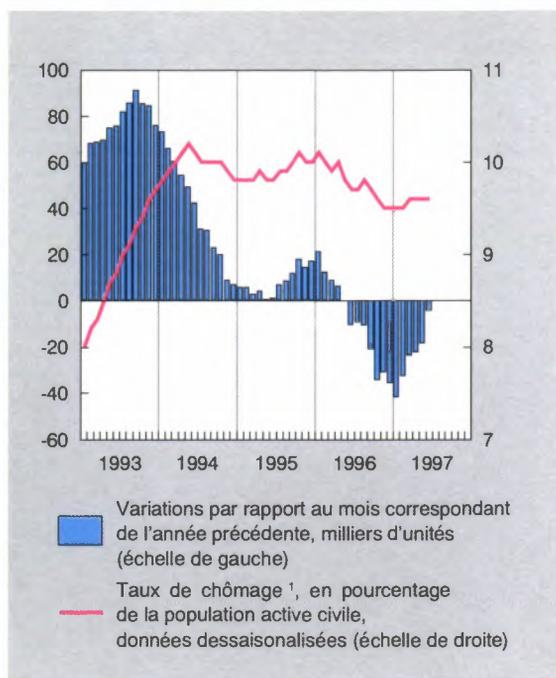
3. MARCHÉ DE L'EMPLOI

A défaut d'information sur les développements récents de l'emploi, ceux-ci doivent être appréhendés au moyen des données relatives au nombre de demandeurs d'emploi inoccupés. Le chômage n'évolue toutefois pas exactement à l'opposé de l'emploi, étant donné que la demande de travail est aussi influencée par les mouvements de la population active. Ces mou-

vements résultent principalement de l'action de tendances démographiques, qui déterminent le nombre de personnes en âge de travailler, et d'autres, socioculturelles, qui affectent la propension de ces personnes à se présenter sur le marché du travail; l'allongement de la période de formation et d'étude des jeunes ou l'accroissement de la participation des femmes en sont des exemples. En outre, des changements de réglementation, modifiant, entre autres, les conditions des régimes de retrait de la vie active, peuvent influencer le choix d'exercer une activité professionnelle et donc aussi agir sur le taux de participation de la population en âge de travailler.

L'augmentation à un an d'intervalle du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés s'est ralentie au cours des premiers mois de 1996, et a fait place à une diminution de plus en plus rapide à partir de juin. En janvier 1997, le chômage avait diminué de 42.000 unités par rapport à janvier 1996. Le recul s'est ensuite gra-

GRAPHIQUE 11 — DEMANDEURS D'EMPLOI INOCCUPES



Sources : ONEM, CE.

¹ Série harmonisée de la CE, établie sur la base des résultats de l'enquête sur les forces de travail.

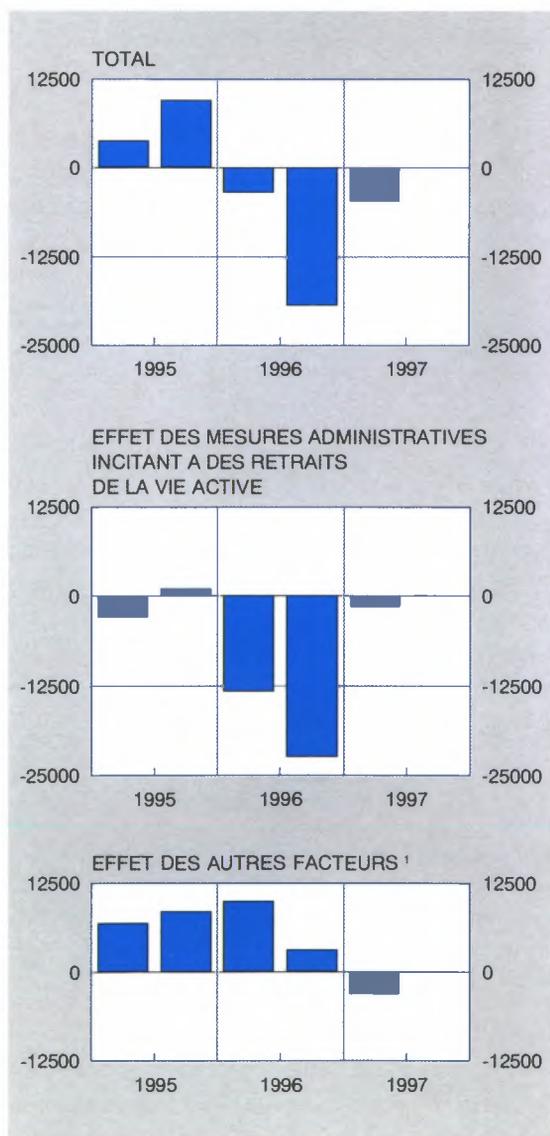
duellement réduit. En juin 1997, il ne portait plus que sur 4.000 personnes. Le taux de chômage établi selon la méthode harmonisée de la Commission européenne est passé de 10,1 p.c. en janvier 1996 à 9,5 p.c. en novembre 1996, et s'est stabilisé depuis lors.

Le recul du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés en 1996 provient principalement de deux changements dans la réglementation du chômage au début de cette année-là, à savoir l'assouplissement des conditions d'accès au statut de chômeur âgé non demandeur d'emploi, d'une part, et le raccourcissement de la période de référence pour les exclusions en cas de durée anormalement longue de chômage, d'autre part. La première mesure a eu pour conséquence de faire passer le nombre de chômeurs âgés de 70.000 en janvier 1996 à près de 110.000 en mars 1997 — et donc de réduire d'une variation de même ampleur le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés — nombre qui s'est ensuite stabilisé à ce niveau. La deuxième mesure a causé une accélération du nombre d'exclusions au deuxième et surtout au troisième trimestre de 1996. Par la suite, le nombre d'exclusions pour durée anormalement longue de chômage semble avoir retrouvé le niveau moyen de 1994 et 1995. En supposant que les personnes exclues

du bénéfice des allocations n'aient pas rejoint d'autres catégories de chômeurs, ces deux mesures ont réduit le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés en 1996, jusqu'à concurrence de quelque 45.000 unités en décembre. Globalement, elles ont eu un effet pratiquement neutre sur le niveau du chômage au premier semestre de 1997, la progression du nombre de chômeurs âgés non demandeurs d'emploi par rapport au semestre précédent ayant été en grande partie compensée par un retour au niveau antérieur du nombre d'exclusions. Au se-

GRAPHIQUE 12 — ORIGINES DE LA VARIATION DU NOMBRE DE DEMANDEURS D'EMPLOI INOCCUPES

(variations par rapport au semestre précédent, en unités, données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ONEM, BNB.

¹ Calculé par différence. Couvre principalement l'évolution autonome de la population active et l'évolution de l'offre d'emplois.

cond semestre, l'effet de chacune de ces mesures devrait s'estomper, puisqu'en même temps le nombre de chômeurs âgés et le nombre d'exclusions pour chômage anormalement long se stabiliseraient à leur niveau du premier semestre.

Hormis les effets des mesures administratives, la progression du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés s'est ralentie au deuxième semestre de 1996, et a fait place à un léger recul au premier semestre de 1997. Cette évolution résulte, d'une part, des mouvements spontanés — c'est-à-dire à l'exclusion de l'effet des mesures discrétionnaires — de la population active et, d'autre part, des développements de l'offre d'emplois. Compte tenu de la relative stabilité, à court terme, du premier des deux facteurs, l'amélioration en cours depuis la deuxième moitié de 1996 reflète principalement les effets de l'activité et de son intensité en emplois. Elle est limitée, mais devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

La population active n'aurait guère varié entre le 30 juin 1996 et le 30 juin 1997. Le

nombre de personnes en âge de travailler aurait très légèrement augmenté, tandis que la progression du taux d'activité à la suite de la participation tendanciellement en hausse des femmes au marché du travail aurait été plus que compensée, pour la deuxième année consécutive, par les retraits de la vie active. Au total, le taux d'activité aurait dès lors légèrement diminué en 1996 et 1997 en Belgique, alors même qu'il se situait déjà en moyenne à un niveau plus bas que dans les pays voisins.

Etant donné la quasi-stabilité de la population active observée entre la mi-1996 et la mi-1997, la diminution de 4.000 unités du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés correspond à un accroissement de l'emploi d'une ampleur comparable. Au total, le nombre de personnes occupées par les pouvoirs publics resterait stable. Les embauches nettes résultant des plans de partage de l'emploi seraient encore limitées, et toutes les modalités d'exécution permettant les engagements de chômeurs de longue durée dans le cadre des programmes de transition professionnelle n'ont pas encore été déci-

TABLEAU 4 — DEMANDE ET OFFRE D'EMPLOIS

	1993	1994	1995	1996 e	1997 e
<i>Variations en milliers d'unités (données au 30 juin)</i>					
I. Population active	35	8	21	-6	1
p.m. Taux d'activité	(63,8)	(63,9)	(64,2)	(64,1)	(64,0)
II. Emploi	-40	-35	19	5	5
Entreprises ¹	-36	-24	21	5	6
Pouvoirs publics	-4	-13	-2	...	...
Travail frontalier (solde) .....	...	2	...	-1	-1
III. Chômage (I-II)	76	43	1	-10	-4
p.m. Taux de chômage ² (dessaisonnalisé, pourcentages de la population active civile)	(8,8)	(10,1)	(9,8)	(9,7)	(9,6)
<i>Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente (moyennes annuelles)</i>					
Nombre de personnes occupées dans les entreprises ¹	-1,1	-0,6	0,4	0,1	0,4
Volume de travail dans les entreprises ^{1,3}	-1,7	-0,2	...	-0,2	0,1

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

¹ Y compris les indépendants.

² Définition harmonisée de la CE.

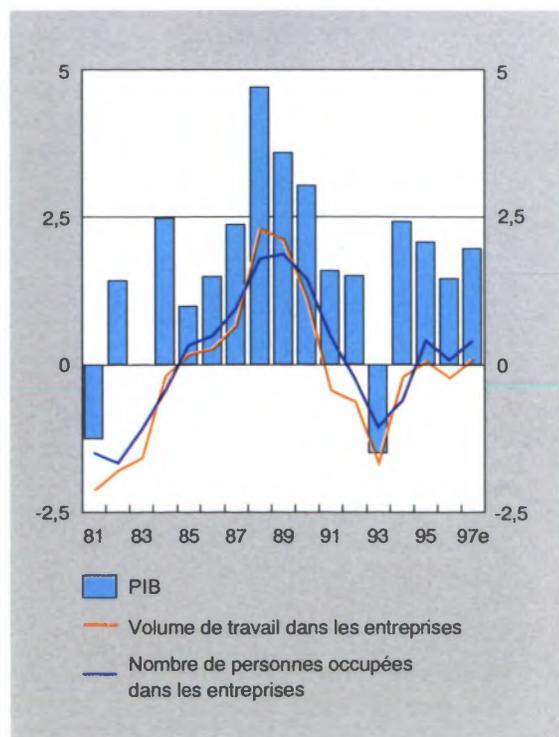
³ Données établies en corrigeant l'évolution du nombre de personnes occupées pour tenir compte du temps partiel et du chômage temporaire.

dées. L'augmentation de l'emploi se localiserait dès lors uniquement dans les entreprises. Elle s'expliquerait en partie par le fait que, depuis 1996, les personnes qui ont travaillé au minimum 180 heures en 6 mois dans le cadre des agences locales pour l'emploi, peuvent demander à être dispensées de pointage et de l'obligation d'être inscrites comme demandeurs d'emploi. Puisqu'elles travaillent plusieurs heures par mois, ces personnes sont considérées comme des actifs occupés. L'emploi de forme plus traditionnelle augmente cependant aussi.

Au 30 juin 1997, l'emploi dans les entreprises aurait été supérieur de 6.000 unités au niveau observé au même moment de l'année précédente. Sur l'ensemble de 1997, le nombre de personnes occupées dans les entreprises augmenterait de 0,4 p.c. par rapport à 1996. Cette progression résulterait principalement de la redistribution du travail entre les personnes, puisque le volume de travail mis en œuvre par les entreprises n'augmenterait que de 0,1 p.c. Aussi faible qu'il soit, cet accroissement du volume de travail serait le plus important enregistré depuis 1990.

GRAPHIQUE 13 — ACTIVITE ET EMPLOI

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



Sources : ICN, Ministère de l'Emploi et du Travail, BNB.

Dans un contexte de croissance modérée, la nécessité s'impose d'accroître l'intensité en emplois de l'activité. C'est dans ce cadre que s'inscrit le nouveau système d'accords pour l'emploi institué par arrêté royal le 24 février 1997. Celui-ci prévoit d'octroyer une réduction de cotisations sociales patronales aux entreprises couvertes par des accords comportant au minimum deux mesures de promotion de l'emploi et qui procèdent à des engagements nets sans réduction du volume de travail. Une de ces mesures au moins doit être choisie parmi celles proposées dans l'arrêté royal, à savoir le droit à l'interruption de carrière, le travail à temps partiel sur une base volontaire, la réduction collective de la durée de travail, les horaires flexibles, le droit à la prépension à mi-temps, et l'instauration d'une mesure de formation complémentaire des travailleurs pendant les heures de travail.

4. PRIX, COUTS ET REVENUS

Prix

Mesurée sur la base de l'indice général des prix à la consommation, l'inflation a reculé au cours des premiers mois de 1997, après être remontée à 2,5 p.c. à la fin de l'année précédente. Sur les six premiers mois de l'année, elle s'est établie en moyenne à 1,7 p.c. Pour l'ensemble de l'année, le rythme d'inflation moyen attendu est de 1,6 p.c.

L'inflation plus modérée enregistrée au cours des premiers mois de 1997 par rapport à 1996 résulte d'abord de l'incidence plus faible des augmentations des impôts indirects, revenue à 0,2 p.c. depuis janvier 1997, alors qu'elle s'était élevée à 0,5 p.c. en moyenne en 1996. Les hausses d'impôts découlant du budget 1997 sont en effet restées limitées à des relèvements des accises sur l'essence et les boissons alcoolisées, alors qu'à la suite du budget 1996, outre un accroissement des accises sur l'essence et un alourdissement compensatoire de la taxe de circulation pour les véhicules diesel, le taux de TVA ordinaire avait été relevé de 20,5 à 21 p.c. Par ailleurs, l'incidence de la progression des accises a été en partie contrebalancée en 1997 par l'effet de la diminution du taux de TVA, de 21 à 6 p.c., sur les fleurs coupées.

TABLEAU 5 — PRIX A LA CONSOMMATION

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

	Total	Indice-santé	Inflation sous-jacente ¹	Produits énergétiques	Produits alimentaires	Autres biens	Services	Loyers
1993	2,8	—	2,9	3,6	-0,8	2,8	3,8	5,3
1994	2,4	—	2,4	0,9	1,8	2,4	2,6	4,6
1995	1,5	1,6	1,6	-0,6	1,2	1,3	2,0	2,9
1996	2,1	1,7	1,7	6,1	0,6	1,2	2,3	2,5
1997 Premier semestre	1,7	1,3	1,4	5,5	1,1	0,9	1,7	1,8
1996 Décembre	2,5	2,0	1,9	8,5	1,2	1,3	2,7	2,0
1997 Janvier	2,3	1,9	1,5	8,5	2,2	1,1	1,8	1,8
Février	2,0	1,5	1,5	7,0	0,9	1,2	1,9	1,8
Mars	1,5	1,0	1,4	5,0	-0,2	0,9	1,6	1,8
Avril	1,3	1,0	1,3	2,9	0,3	0,7	1,6	1,7
Mai	1,6	1,3	1,4	4,3	1,4	0,8	1,6	1,7
Juin	1,7	1,4	1,4	5,0	2,1	0,7	1,6	1,7
<i>Variations à l'exclusion des modifications de la fiscalité indirecte</i>								
1993	2,4	—	2,9	0,4	-0,7	2,9	3,7	5,3
1994	1,6	—	1,8	-2,4	1,7	1,4	2,2	4,6
1995	1,5	1,6	1,6	-0,8	1,2	1,3	2,0	2,9
1996	1,5	1,4	1,3	3,9	0,5	0,9	1,9	2,5
1997 Premier semestre	1,5	1,4	1,4	4,0	0,6	1,1	1,6	1,8
1996 Décembre	2,0	1,8	1,5	6,7	0,6	1,1	2,2	2,0
1997 Janvier	2,1	1,9	1,4	7,2	1,7	1,3	1,8	1,8
Février	1,8	1,6	1,5	5,6	0,4	1,3	1,8	1,8
Mars	1,2	1,0	1,3	3,5	-0,7	1,1	1,6	1,8
Avril	1,0	1,0	1,2	1,3	-0,2	0,9	1,6	1,7
Mai	1,3	1,4	1,3	2,8	0,8	0,9	1,5	1,7
Juin	1,5	1,5	1,4	3,5	1,6	0,9	1,5	1,7

Sources : MAE, BNB.

¹ Inflation, à l'exclusion de l'incidence des produits énergétiques, des pommes de terre, des fruits et des légumes.

A partir de février 1997, le ralentissement de l'inflation a par ailleurs été, dans une importante mesure, renforcé par le repli des prix du pétrole brut sur les marchés internationaux. Ces prix avaient fortement progressé au cours de 1996, si bien qu'au quatrième trimestre de 1996 et en janvier 1997, le prix du pétrole brut de type « Brent » était d'environ 24 dollars le baril, soit plus de 30 p.c. supérieur à l'année précédente. En outre, compte tenu de l'appréciation du dollar au cours de la même période, le prix du baril de pétrole brut, exprimé en franc, était à la fin de l'année passée supérieur de 40 p.c. à celui de la fin de l'année précédente.

Lorsque les facteurs qui avaient poussé à la hausse les prix pétroliers au cours de 1996 — à savoir l'hiver rigoureux, le faible niveau des stocks et l'embargo contre l'Irak — ont disparu, les prix du pétrole brut se sont repliés à partir de février 1997 pour revenir aux alentours de 18 dollars le baril au cours du mois de juin. Cette baisse a toutefois été en partie contrebalancée par la poursuite de l'appréciation du dollar, de sorte que le prix du pétrole brut exprimé en franc était encore, en juin 1997, de plus de 10 p.c. supérieur à celui du mois correspondant de 1996. Par rapport à décembre 1996, le rythme de hausse des prix des produits pétroliers

s'est néanmoins sensiblement ralenti, ce qui s'est naturellement reflété dans l'évolution de l'indice des prix à la consommation. Toutefois, l'effet de ce ralentissement a été fortement atténué par le poids important des composantes de coûts d'origine intérieure — et plus particulièrement des accises — dans le prix au consommateur de ces produits. Dans l'ensemble, le rythme d'accroissement des prix des produits énergétiques, une fois exclue l'incidence des modifications de la fiscalité indirecte, est revenu de 6,7 p.c. en décembre 1996 à 3,5 p.c. en juin 1997.

Enfin, l'inflation au cours des mois de mars et avril a aussi été freinée par la chute des prix des fruits et des légumes, après la hausse de janvier due aux conditions climatiques rigoureuses.

Le rythme d'inflation calculé après exclusion des variations des prix des produits énergétiques et de ceux des fruits, des légumes et des pommes de terre, est généralement appelé inflation sous-jacente. En outre, si on élimine l'incidence des modifications de la fiscalité indirecte, on obtient alors une mesure de l'inflation censée mieux refléter les tendances fondamentales que l'indice général. Après le recul prononcé enregistré au cours de la période allant de 1993 à 1995, l'inflation sous-jacente, hors modifications de la fiscalité indirecte, donne pour les premiers

mois de 1997, comme pour l'année 1996, l'image d'une plus grande stabilité que l'indice général des prix à la consommation.

L'inflation sous-jacente, à l'exclusion des modifications de la fiscalité indirecte, s'est en outre maintenue nettement au-dessous du niveau global d'inflation au cours du premier semestre de 1997, comme en 1996. Pour les six premiers mois de 1997, elle s'est en effet élevée en moyenne à 1,4 p.c.

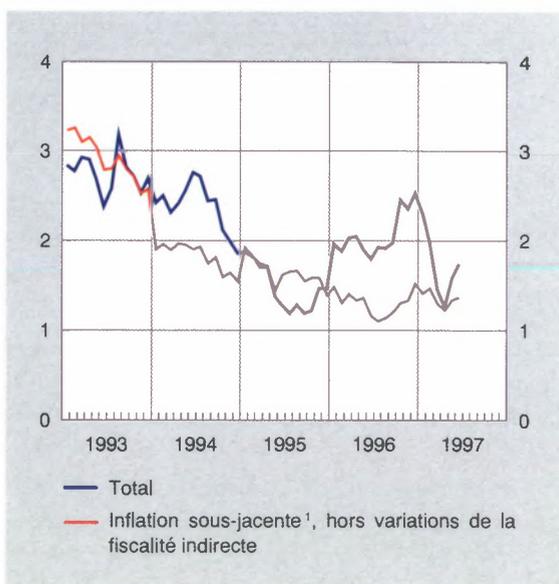
Le recul de l'inflation au cours des dernières années n'est pas propre à la Belgique et se retrouve dans la plupart des pays industrialisés. Il est à mettre en rapport, dans une certaine mesure, avec un facteur commun, à savoir l'apparition de marges importantes de capacités de production non utilisées liée au cycle conjoncturel.

Sur la période allant de 1987 à 1997, une corrélation positive peut en effet être observée pour la Belgique, l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et le Japon, et dans une moindre mesure pour les Pays-Bas, entre l'écart de production, qui mesure la divergence entre les PIB effectif et potentiel, et l'inflation¹. Ainsi, l'inflation s'est accélérée à la fin des années quatre-vingt et au début des années nonante dans les pays cités, à mesure que leurs écarts de production respectifs sont passés de valeurs négatives dans un premier temps à des valeurs positives. Cette dernière situation témoigne d'une certaine insuffisance des facteurs de production qui suscite des tensions inflationnistes. Au cours de la période suivante, le ralentissement de l'inflation s'est accordé, jusqu'à un certain point, avec le retour à des valeurs négatives des écarts de production.

Aux Etats-Unis, un tel lien n'a plus été constaté depuis 1992, l'économie américaine étant parvenue à enregistrer depuis cette année-là une croissance économique à la fois ininterrompue, robuste et non inflationniste. Pour certains pays européens aussi, à savoir surtout l'Italie, l'Espagne et, dans une moindre mesure,

GRAPHIQUE 14 — PRIX A LA CONSOMMATION

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

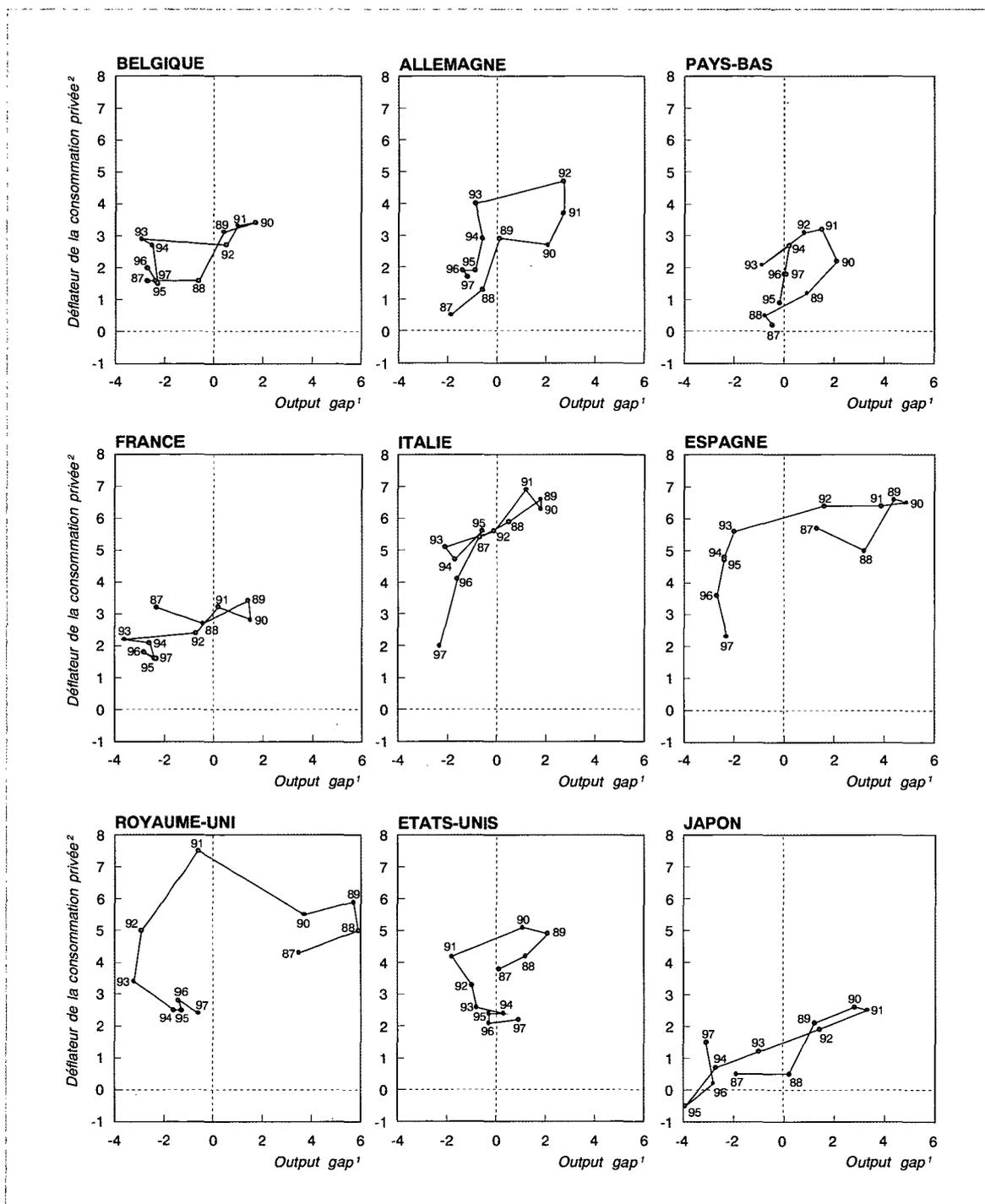


Sources : MAE, BNB.

¹ Inflation à l'exclusion de l'influence des produits énergétiques, des pommes de terre, des fruits et des légumes.

¹ L'inflation a été mesurée sur la base du déflateur de la consommation privée, parce que l'OCDE effectue des prévisions pour cette variable pour 1997, et pas pour l'évolution de l'indice des prix à la consommation. Dans la pratique, ces deux données ne divergent guère, de sorte que les conclusions ne sont pas fondamentalement influencées par le choix entre ces deux variables.

GRAPHIQUE 15 — SENSIBILITE DE L'INFLATION A LA CONJONCTURE



Sources : OCDE, BNB.

¹ Ecart entre le PIB effectif et le PIB potentiel, exprimés en pourcentages de ce dernier.

² Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

l'Allemagne, la France et la Belgique, il semble que le ralentissement de l'inflation après 1993 ne soit plus à mettre en rapport dans la même mesure que par le passé avec l'évolution des capacités de production non utilisées.

Ces évolutions tendent à montrer que le ralentissement de l'inflation observé ces dernières années à l'échelle internationale n'est pas seulement lié à la conjoncture, mais qu'il comprend probablement aussi une composante plus

structurelle. Il reflète partiellement l'incidence des politiques monétaires qui sont orientées, plus que dans le passé, sur le maintien de la stabilité des prix. D'autre part, les marchés de biens, et plus récemment de services, deviennent sans cesse plus concurrentiels. La déréglementation a aussi affecté jusqu'à un certain point le marché du travail, qui a en outre été marqué ces dernières années par une modération salariale dans la plupart des pays. En Belgique aussi, la modération salariale a sans doute sensiblement contribué à l'évolution favorable de l'inflation.

Coûts

Les coûts salariaux par équivalent temps plein devraient progresser de 2,5 p.c. en 1997 soit une augmentation proche de la moyenne des trois années précédentes. Au cours de cette période, la progression des salaires a été atténuée par des dispositions légales, et plus spécifiquement l'adoption, en 1994, de l'indice-santé comme référence pour les indexations et l'interdiction d'augmentations conventionnelles des salaires en 1995 et 1996. A partir de 1997, le

processus de formation des salaires dans le secteur privé est réglé par la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Comme les partenaires sociaux ne sont pas parvenus, dans le délai prévu par cette loi, à conclure un accord interprofessionnel fixant un plafond à la hausse des coûts salariaux en termes nominaux pour les négociations des accords salariaux relatifs aux années 1997 et 1998, le gouvernement a fixé, par arrêté royal à la fin de 1996, cette marge à 6,1 p.c. Pour déterminer cette marge, il a été tenu compte, comme le prévoit la loi, de la progression des coûts salariaux en termes nominaux en Allemagne, en France et aux Pays-Bas, prévue pour les deux années.

Si on retient l'hypothèse que les partenaires sociaux ont voulu tirer pleinement parti de cette marge et la répartir de façon plus ou moins uniforme sur les années 1997 et 1998, et qu'ils ont utilisé, lors de l'évaluation de l'incidence attendue des indexations, les prévisions d'inflation disponibles au moment des négociations, les adaptations conventionnelles devraient se confiner aux alentours de 0,8 p.c. en 1997. Une évaluation plus précise de l'ampleur des adaptations conventionnelles déjà décidées n'est pas

TABLEAU 6 — COUTS SALARIAUX DANS LES ENTREPRISES¹

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

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 e
Rémunération brute par salarié en équivalent temps plein	7,1	8,7	6,2	5,0	2,3	3,4	1,8	2,6
Augmentation résultant de :								
Indexations	3,3	3,5	2,7	2,6	1,4	1,5	1,4	1,3
Adaptations conventionnelles	2,0	2,3	2,3	0,9	1,4	...	...	0,8
Autres facteurs ²	1,7	2,7	1,1	1,5	-0,5	1,9	0,4	0,5
Cotisations de sécurité sociale des employeurs .....	...	0,3	...	0,1	-0,4	...	-0,2	-0,1
Coût salarial par équivalent temps plein	7,1	9,0	6,2	5,1	1,9	3,4	1,6	2,5
Productivité par salarié en équivalent temps plein	1,8	3,0	2,6	0,7	2,7	2,1	1,7	2,3
Coûts salariaux par unité produite ³	5,2	5,9	3,5	4,3	-0,8	1,3	-0,1	0,2

Sources : ICN, BNB.

¹ Entreprises privées et publiques. Toutes les données sont calculées sans tenir compte de l'incidence éventuelle des ajustements statistiques qui réconcilient les trois optiques des comptes nationaux.

² Cette rubrique comprend les augmentations barémiques, les augmentations de salaires accordées au niveau des entreprises en dehors des adaptations conventionnelles et des augmentations barémiques, l'incidence des variations dans la composition de la population occupée, l'écart entre les indexations salariales estimées et effectives, l'écart entre l'incidence estimée et effective des adaptations conventionnelles, et les erreurs et omissions.

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

encore disponible. Les négociations au sein des différentes commissions et sous-commissions paritaires ont en effet débouché sur un nombre important d'accords qui prévoient des conventions salariales qui ne sont pas toujours faciles à traduire en pourcentage de variation des coûts salariaux.

Comme au cours des années précédentes, l'évolution des coûts salariaux en 1997 devrait être contenue par l'extension de la réduction des cotisations sociales à charge des employeurs. L'élargissement de la base sur laquelle les cotisations sont calculées a toutefois en partie contrebalancé l'incidence de ces réductions. A partir de 1997, des cotisations sont ainsi également dues sur l'avantage en nature que constitue la mise à la disposition de membres du personnel de véhicules de société à des fins privées.

La légère accélération, de 1,6 à 2,5 p.c., de l'évolution des coûts salariaux en termes nominaux par travailleur dans les entreprises, devrait être pour l'essentiel compensée par des progrès plus importants de productivité liés à l'amélioration de la conjoncture. Par solde, les coûts salariaux par unité produite ne devraient guère varier en 1997, comme en 1996.

Revenus

Le pouvoir d'achat des ménages devrait, compte tenu de l'évolution des prix à la consommation, s'accroître de 0,9 p.c. en 1997, alors qu'en moyenne, il s'était légèrement contracté au cours des trois dernières années. Le revenu disponible des particuliers augmenterait, en valeur, de 2,5 p.c. en 1997, contre 1,6 p.c. en moyenne pour les années 1994 à 1996.

Les salaires et traitements, composante principale du revenu disponible, progresseraient en 1997 de 2,7 p.c., soit un pourcentage proche du taux moyen enregistré au cours des trois années antérieures. La hausse s'accélérait toutefois par rapport à 1996. En effet, l'emploi salarié en équivalent temps plein se contracterait moins fortement que l'année dernière, les majorations conventionnelles sont à nouveau autorisées après deux années de gel des salaires et les primes de fin d'année d'une partie du personnel de la fonction publique relatives à 1996 ont été versées au début de cette année.

La hausse des revenus des entrepreneurs individuels atteindrait 3 p.c. et se ralentirait ainsi par rapport à l'année dernière. Les agriculteurs n'enregistreraient plus une augmentation impor-

TABLEAU 7 — REVENUS DES PARTICULIERS A PRIX COURANTS¹

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

	1994	1995	1996	1997 e	Moyenne 1994-1996
Revenu primaire brut	2,4	2,2	1,3	2,5	2,0
Revenus du travail	2,9	3,1	1,8	2,7	2,6
Salaires et traitements	2,6	3,5	1,4	2,7	2,5
Revenus des entrepreneurs individuels	4,4	0,9	3,7	3,0	3,0
Revenus de la propriété	1,2	-0,2	...	1,7	0,3
Transferts courants ²	15,4	5,5	-3,7	2,1	5,5
dont : Transferts reçus des pouvoirs publics	3,0	4,2	3,6	3,2	3,6
Transferts versés aux pouvoirs publics	5,9	4,0	1,6	3,0	3,8
Revenu disponible	1,1	1,8	1,9	2,5	1,6
p.m. A prix constants ³	-1,2	0,4	-0,2	0,9	-0,3
Produit national brut	5,0	4,1	3,3	3,4	4,1

Sources : ICN, BNB.

¹ Données avant ajustements statistiques.

² Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et les transferts versés à d'autres secteurs.

³ Données déflatées au moyen de l'indice des prix à la consommation.

tante de leur revenu, comme cela avait été le cas en 1996, tandis que les titulaires de professions libérales dans le secteur médical, qui avaient bénéficié l'année dernière de la forte expansion des dépenses de soins de santé, devraient ressentir les effets des mesures d'austérité décidées pour cette année.

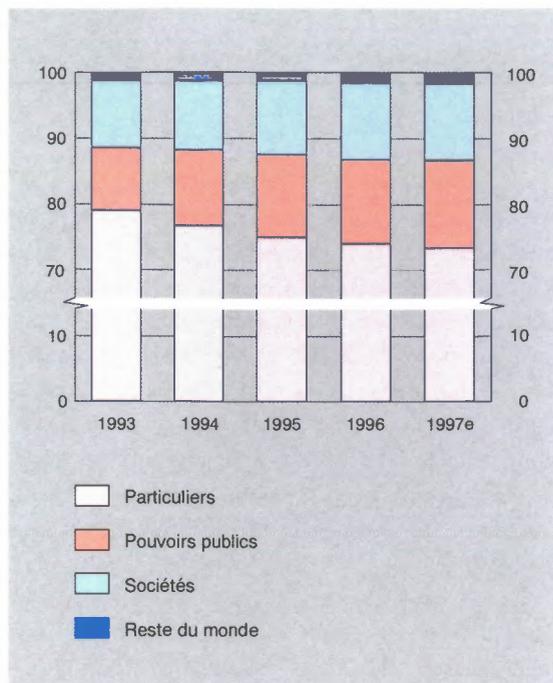
Après avoir stagné entre 1993 et 1996, les revenus de la propriété augmenteraient de 1,7 p.c. en 1997. Leur progression s'explique par une accélération de la croissance des dividendes et par une stabilisation des revenus d'intérêts. En effet, la baisse sensible que ces derniers avaient enregistrée depuis 1994 s'interromprait en 1997. Les taux d'intérêt à court terme, après avoir très fortement chuté, se sont stabilisés, de sorte que l'évolution de ces taux devrait avoir un effet presque neutre sur les revenus d'intérêts. En revanche, la baisse des taux d'intérêt enregistrée sur le marché des capitaux au cours des dernières années devrait encore influencer l'évolution des revenus d'intérêts que les particuliers tirent de leurs actifs à long terme, au fur et à mesure du renouvellement des placements effectués il y a plusieurs années à des taux plus élevés. Toutefois, cette incidence devrait être neutralisée par la hausse structurelle du volume des placements des ménages.

Le montant des transferts courants nets que les particuliers effectuent en faveur des autres secteurs, et en particulier des pouvoirs publics, progresserait de 2,1 p.c. en 1997, après s'être contracté l'année dernière. L'augmentation des charges fiscales et parafiscales des ménages s'accélérait à la suite de la plus forte hausse des revenus du travail. En revanche, en raison d'un contrôle plus strict des dépenses de sécurité sociale, la croissance des allocations sociales se ralentirait.

En dépit de l'accélération de la hausse du revenu disponible des particuliers, la part de celui-ci dans le revenu national continuerait à reculer, pour s'établir à un peu plus de 73 p.c., contre 79 p.c. quatre ans plus tôt. La diminution relative du revenu disponible des particuliers aurait de nouveau comme principale contrepartie une augmentation de la part du revenu national revenant aux pouvoirs publics. D'une part, diverses mesures d'assainissement devraient renforcer la hausse des impôts directs et indirects et freiner la progression des prestations sociales.

GRAPHIQUE 16 — REVENU DISPONIBLE DES DIFFERENTS SECTEURS

(pourcentages du revenu national brut)



Sources : ICN, BNB.

D'autre part, la croissance du revenu disponible des pouvoirs publics sera stimulée par la réduction des charges d'intérêts de la dette publique, puisque celles-ci viennent en déduction de ce revenu.

L'évaluation du revenu disponible des sociétés pour 1997 doit être considérée avec d'autant plus de réserves qu'elle ne peut encore, à cette période de l'année, être étayée par aucun indicateur direct. Cette donnée a par conséquent dû être calculée par solde, en faisant la différence entre le montant estimé du revenu national et la somme des revenus disponibles estimés pour les autres secteurs. Selon cette approche, la part du revenu des sociétés dans le revenu national n'augmenterait que très légèrement en 1997, pour se chiffrer à 11,6 p.c. La hausse de l'excédent brut d'exploitation, qui constitue l'une des composantes essentielles du revenu des sociétés, se ralentirait en effet cette année, à la suite de la moindre progression de la marge bénéficiaire brute par unité vendue. La légère hausse du coût salarial par unité produite et l'augmentation assez soutenue des prix à l'importation en 1997 ne devraient pas se répercuter intégralement dans l'évolution des prix de vente unitaire.

Enfin, le revenu disponible du reste du monde, qui correspond au solde des transferts courants entre la Belgique et l'étranger et représente moins de 2 p.c. du revenu national, devrait augmenter en 1997, en raison de la hausse des transferts de l'Etat belge en faveur des Communautés européennes.

5. FINANCES PUBLIQUES

Au cours des dernières années, pratiquement tous les pays de l'Union européenne ont mené des politiques d'assainissement. Pour 1997, la Commission européenne prévoit des déficits publics de quelque 3 p.c du PIB ou moins dans presque tous les Etats membres.

Les efforts d'assainissement se traduisent le mieux dans l'évolution du solde structurel, autrement dit le solde corrigé des influences cycliques. D'après les dernières prévisions de la Commission européenne, le déficit structurel se réduirait de 2,7 points du PIB pour l'ensemble de l'Union européenne entre 1993 et 1997. En Belgique, l'amélioration du solde, de 4,5 points, est nettement plus importante. Comme la conjoncture a eu, pour l'ensemble de la période, une incidence quasiment neutre sur les finances publiques, le besoin net de financement devrait se contracter à peu près dans la même mesure, revenant de 7,1 p.c. du PIB en 1993 à 2,8 p.c. en 1997.

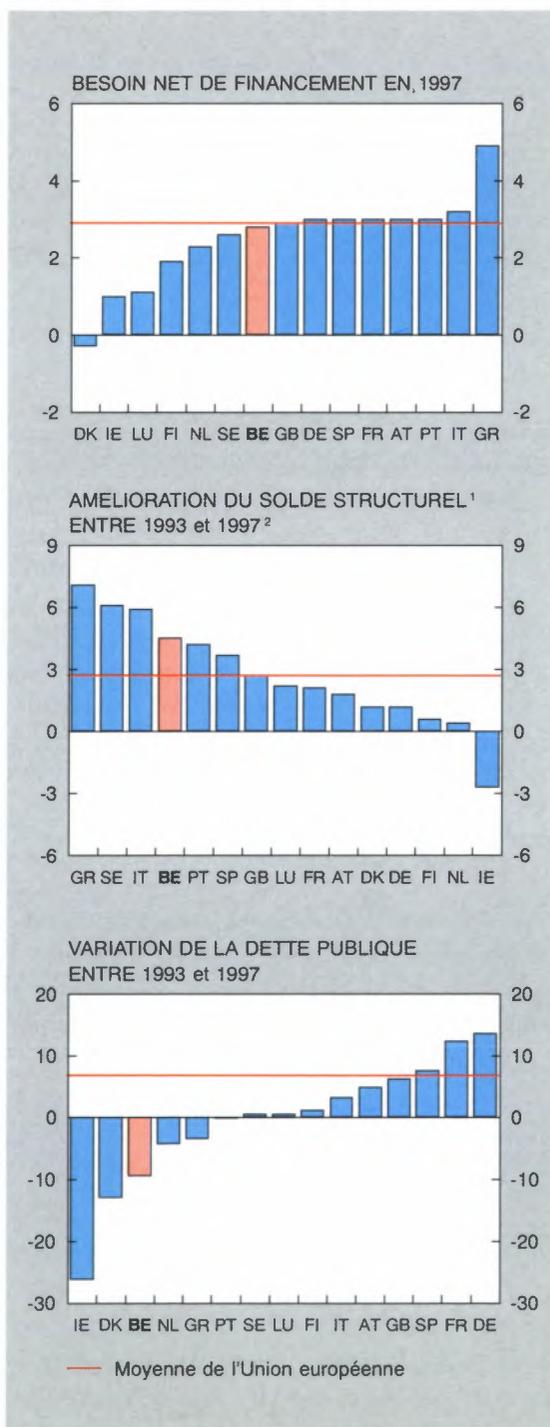
La réduction du déficit des pouvoirs publics entre 1993 et 1997 est due autant à la forte baisse des charges d'intérêts — sous l'effet du recul des taux, de la diminution de la dette par rapport au PIB, et d'une gestion plus efficace de la dette publique —, qu'à la nette amélioration du surplus primaire. Ce dernier a en effet augmenté de 1,6 point du PIB, un effort réparti sur les dépenses primaires, qui ont baissé de 0,7 point de pourcentage du PIB, et les recettes, qui ont augmenté de 0,9 point de pourcentage.

Grâce à la baisse du déficit, dont l'influence a été renforcée par l'effet des opérations financières effectuées en 1996 et 1997, la dette devrait reculer d'environ 10 points de pourcentage entre 1993 et 1997, ce qui correspond à l'objectif du gouvernement. A la fin de 1997, la

dette devrait atteindre quelque 125,5 p.c. du PIB. En revanche, la dette de l'ensemble des pays de l'Union européenne augmenterait de

GRAPHIQUE 17 — FINANCES PUBLIQUES EN BELGIQUE ET DANS LES AUTRES PAYS DE L'UNION EUROPEENNE

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

¹ Besoin net de financement à l'exclusion de la composante conjoncturelle, exprimé en pourcentage du PIB tendanciel.

² Pour le Luxembourg, il s'agit de l'amélioration du solde structurel entre 1994 et 1997.

TABLEAU 8 — FINANCES PUBLIQUES DE LA BELGIQUE DE 1993 A 1997

(pourcentages du PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997 e	Variation en point de p.c. entre 1993 et 1997 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,5	45,6	45,5	45,6	45,7	+1,2
Recettes non fiscales et non parafiscales	1,5	1,5	1,2	1,3	1,2	-0,3
Recettes totales	46,0	47,1	46,8	46,9	46,9	+0,9
Dépenses hors charges d'intérêts	42,4	42,0	41,7	41,6	41,7	-0,7
Solde primaire (solde hors charges d'intérêts) ...	3,6	5,1	5,1	5,3	5,2	+1,6
Charges d'intérêts	10,7	10,0	9,0	8,5	8,0	-2,7
Besoin net de financement	-7,1	-4,9	-3,9	-3,2	-2,8	+4,3

Sources : ICN, BNB.

près de 7 points de pourcentage par rapport à la fin de l'année 1993, pour s'élever à 72,9 p.c. du PIB à la fin de 1997.

En Belgique, la diminution de 0,4 point de pourcentage du besoin net de financement en 1997 serait entièrement due à la baisse des charges d'intérêts, étant donné que les recettes et les dépenses primaires resteraient pratiquement stables.

Recettes

L'évolution mensuelle des recettes fiscales, corrigée des variations saisonnières, est souvent erratique. Une nette tendance à la hausse s'est toutefois dégagée pour la plupart des recettes ces derniers mois.

Celle-ci s'observe notamment pour la principale catégorie d'impôts, le précompte professionnel, qui a enregistré une croissance de 5,9 p.c. au cours des six premiers mois.

Les recettes d'accises se sont améliorées grâce au relèvement des accises sur l'essence et les boissons alcoolisées. En outre, les délais de paiement des accises dues sur les produits du tabac ont été progressivement ramenés de trois à deux mois, ce qui devrait permettre, en 1997, d'avancer l'encaissement d'environ 6 milliards de francs.

Les recettes de la TVA perçues par le Trésor n'évoluent pas toujours en parallèle avec les transactions sur lesquelles elles portent. Ce fut notamment le cas à la fin de 1995, lorsque certaines factures avaient été reportées au début de 1996, dans l'attente d'une réduction de la TVA sur la construction de certains logements. Depuis l'automne 1996 les recettes du Trésor affichent une tendance prononcée à la hausse. Cette augmentation est partiellement liée à de nouvelles mesures, comme la taxe sur la délivrance de titres au porteur, et au fait que certaines taxes annuelles assimilées à la TVA ont été perçues plus tôt dans l'année.

Compte tenu des paiements effectués au début du mois de juillet, les versements anticipés sur l'impôt des sociétés ont augmenté d'environ 13 p.c. Cette hausse reflète la bonne santé des entreprises.

La baisse des recettes du précompte mobilier sur les revenus d'intérêts, déjà sensible l'an dernier, s'est poursuivie. Elle résulte avant tout d'une nouvelle diminution de la part des actifs soumis au précompte mobilier et d'une nouvelle mais faible baisse des taux d'intérêt moyens.

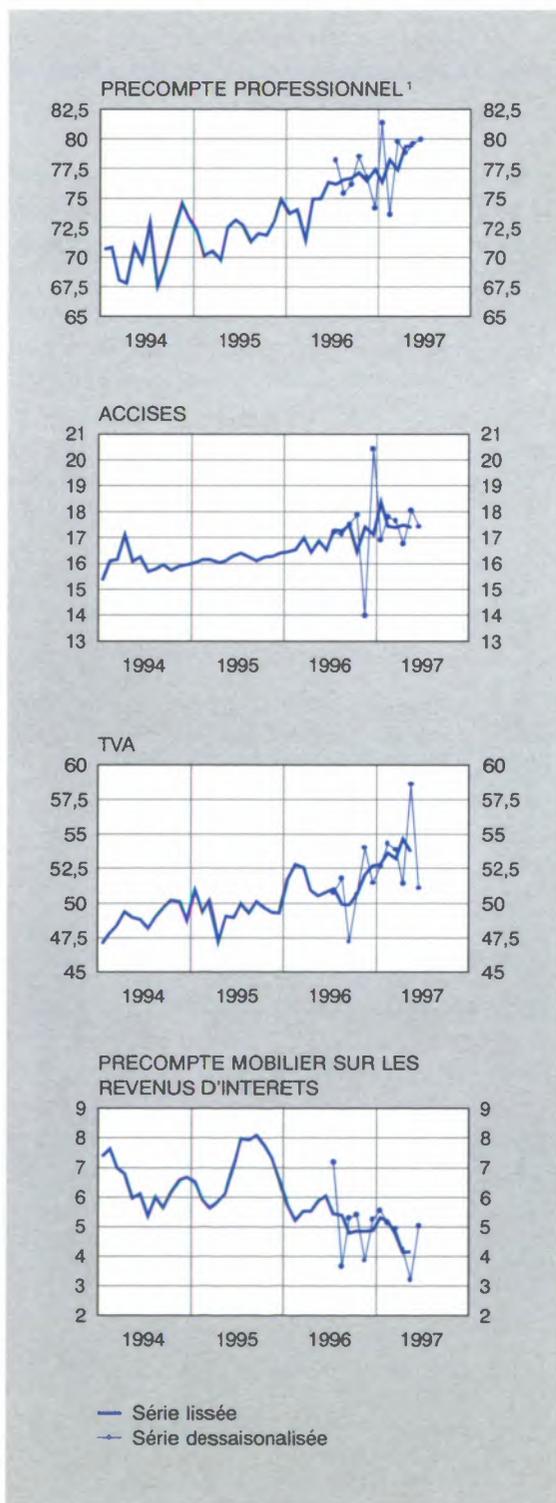
Pour l'ensemble de l'année, les recettes fiscales et parafiscales, exprimées en pourcentages du PIB, devraient, comme pour la période 1994-1996, rester pratiquement inchangées. Les mesures augmentant la pression fiscale sur la

consommation seraient en grande partie compensées par la baisse des recettes du précompte mobilier sur les revenus d'intérêts et par l'inci-

dence négative de la structure du revenu national sur les recettes publiques. La croissance des revenus du travail, c'est-à-dire les revenus parmi les plus lourdement taxés, devrait en effet à nouveau être inférieure à celle du PIB, bien que dans une moindre mesure que les années précédentes.

GRAPHIQUE 18 — PRINCIPALES CATEGORIES DE RECETTES FISCALES

(milliards de francs)



Sources : Ministère des Finances, BNB.

¹ Y compris les recettes perçues mais non ventilées.

Dépenses primaires

Exprimées en pourcentage du PIB, les dépenses hors charges d'intérêts devraient atteindre 41,7 p.c. cette année, soit environ le même pourcentage qu'en 1995 et 1996, et 0,7 point de moins qu'en 1993.

En 1996, l'augmentation de ces dépenses a été exceptionnellement faible. En termes réels, c'est-à-dire déflatées par l'indice des prix à la consommation, ces dépenses n'ont progressé que de 0,8 p.c., en raison surtout de facteurs spécifiques ou non récurrents. Ainsi, les caractéristiques du mécanisme d'indexation, qui repose sur le principe du dépassement d'un indice pivot, ont fortement freiné l'accroissement réel des rémunérations et des allocations sociales, car l'indexation a été nettement inférieure à la hausse de l'indice des prix à la consommation. D'autre part, les dépenses de rémunérations ont bénéficié de l'effet du report au début de 1997 de la prime de fin d'année d'une partie du personnel des administrations publiques. Enfin, l'accroissement des dépenses a aussi été comprimé par la vente de bâtiments, qui conformément à la méthodologie des comptes nationaux vient en déduction des investissements bruts.

Ces facteurs spécifiques ayant disparu, la croissance réelle des dépenses primaires devrait de nouveau s'accélérer en 1997, et atteindre 1,8 p.c. Elle reste toutefois moins soutenue que celle du PIB et est comparable à la hausse réelle moyenne des dépenses primaires entre 1993 et 1995. Les pouvoirs publics continuent ainsi de maîtriser structurellement l'accroissement de leurs dépenses. En ce qui concerne le pouvoir fédéral, une norme budgétaire limite la progression des dépenses primaires à l'inflation. Les dépenses des régions et communautés doivent aussi être contenues, étant donné que ces entités se sont engagées à suivre les recommandations

du Conseil supérieur des finances relatives aux déficits de financement autorisés. Pour la sécurité sociale, enfin, une grande attention a été portée au secteur des soins de santé, dans lequel les dépenses avaient fortement augmenté au cours des deux années précédentes. Une série de mesures touchant principalement les honoraires médicaux, les frais d'hospitalisation et les frais pharmaceutiques ont ainsi été prises lors de l'établissement du budget pour l'année 1997 et à la fin de 1996. Ces mesures devraient freiner nettement la croissance de cette catégorie de dépenses en 1997.

Charges d'intérêts

Après une baisse substantielle ces dernières années, les charges d'intérêts de la dette publique devraient se comprimer d'environ 20 milliards de francs en 1997. Exprimées en pourcentage du PIB, elles s'élèveraient à 8 p.c., c'est-à-dire 2,7 points de moins qu'en 1993, ou encore le niveau le plus bas depuis 1981.

Le taux d'intérêt moyen de la dette continue de reculer. Dans l'ensemble, le repli est limité. Pour l'encours de la dette à long terme et pour les certificats de trésorerie à trois mois, la baisse devrait être seulement de 0,1 point en moyenne. Une forte diminution d'environ 1,8 point de pourcentage est toutefois enregistrée pour les certificats à douze mois. Ces certificats, sur lesquels des intérêts doivent être payés en 1997, ont en effet été émis en 1996, année au cours de laquelle les taux du marché à court terme ont nettement diminué.

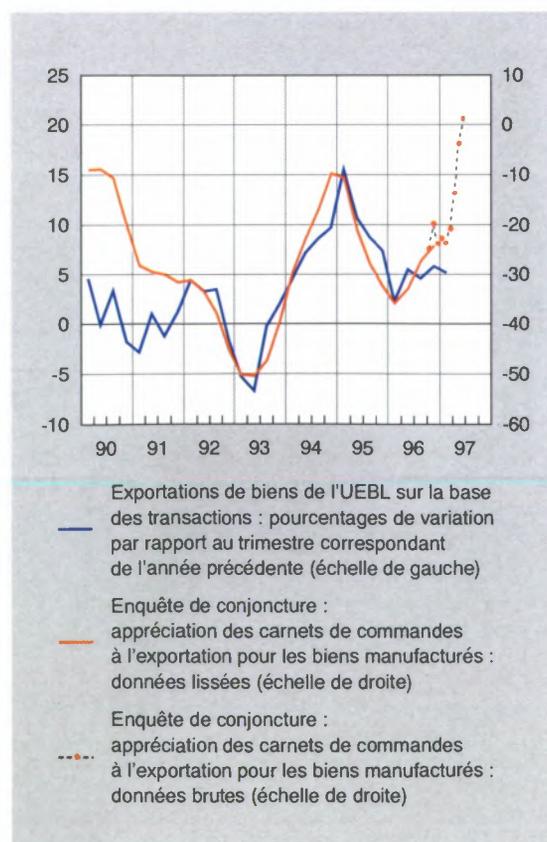
Les charges d'intérêts sont encore comprimées par l'utilisation, pour le remboursement de dettes en devises, des plus-values réalisées par la Banque sur les arbitrages d'actifs en or contre devises. Cette opération n'a toutefois pas d'incidence sur le besoin de financement. En effet, le gain en charges d'intérêts, d'environ 0,1 point de PIB, est neutralisé par une réduction du surplus primaire provenant de la diminution des versements effectués par la Banque au Trésor et comptabilisés dans les recettes non fiscales et non parafiscales. Le surplus primaire, corrigé de l'effet de cette opération, se serait stabilisé et ne reculerait pas de 0,1 point de PIB, comme il apparaît dans les estimations.

6. BALANCE DES PAIEMENTS

D'après les données provisoires de la balance des paiements pour le premier trimestre de 1997, les exportations de biens de l'UEBL auraient progressé d'un peu plus de 5 p.c. en valeur par rapport à la période correspondante de 1996. Ce rythme de croissance est pratiquement identique à celui enregistré au cours des trois derniers trimestres de 1996. En raison de l'accélération de la hausse des prix, qui, pour des raisons qui seront exposées plus bas, est passée à 3,9 p.c. au début de l'année, contre 2,5 p.c. au dernier trimestre de 1996, la progression des exportations en volume s'est ralentie au premier trimestre.

Divers indicateurs montrent cependant que ce ralentissement pourrait n'être que passager. Les données des enquêtes mensuelles de conjoncture relatives à l'appréciation des carnets de commandes à l'exportation, dont l'évolution

GRAPHIQUE 19 — EVOLUTION DES EXPORTATIONS DE BIENS ET DES COMMANDES A L'EXPORTATION



Source : BNB.

était temporairement hésitante au premier trimestre de 1997, font apparaître une nouvelle progression significative des commandes à l'exportation au deuxième trimestre.

Par ailleurs, suivant les prévisions relatives aux importations en volume des pays partenaires de l'UEBL, la croissance des marchés à l'exportation devrait gagner en vigueur dans le courant de l'année. Pondérés par la structure géographique des exportations de l'UEBL, ces marchés enregistreraient une croissance de 6,1 p.c. en volume.

TABEAU 9 — CROISSANCE DES MARCHES A L'EXPORTATION DE L'UEBL

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

	1995	1996	1997
Importations en volume des partenaires commerciaux de l'UEBL ¹	7,8	4,1	6,1
dont : France	5,6	1,7	5,0
Allemagne	6,7	3,4	5,2
Italie	9,3	-3,6	3,2
Royaume-Uni	4,0	8,2	8,4
Pays-Bas	8,3	4,5	6,4
Japon	11,4	10,3	4,5
Etats-Unis	8,9	6,9	7,5

Sources : CE, BNB.

¹ Moyenne pondérée de l'évolution dans les pays et zones géographiques ; les coefficients de pondération correspondent à l'importance de chaque pays ou zone géographique dans les exportations totales de l'UEBL.

Aux Etats-Unis, la croissance des importations, que la Commission européenne estime à 7,5 p.c. pour l'année 1997, s'explique par l'avance dont dispose ce pays dans la phase ascendante du cycle conjoncturel, et par la forte hausse du cours du dollar, qui a rendu les produits étrangers plus concurrentiels sur le marché américain. Combinées à une accélération considérable de la croissance des importations des pays d'Europe de l'Est, de l'ex-Union soviétique, de l'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine, conséquence de leur expansion économique, ces évolutions devraient stimuler l'ensemble des exportations de l'Union européenne. L'UEBL devrait aussi en tirer parti, même si les relations commerciales directes avec ces régions sont plutôt limitées. Un peu plus de trois quarts des ex-

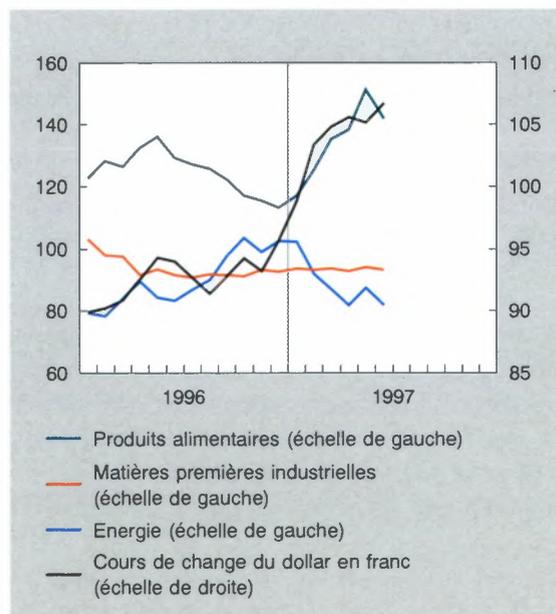
portations de l'UEBL sont en effet écoulées à l'intérieur de l'Union européenne. L'incidence indirecte de l'évolution de la demande en dehors de l'UE, au travers de l'effet d'entraînement des exportations sur la croissance économique, notamment en Allemagne et en France, n'est cependant pas à négliger.

Etant donné que la demande intérieure dans l'UEBL augmenterait un peu moins que chez les partenaires commerciaux, la croissance en volume des importations serait légèrement plus faible que celle des exportations. Le taux de couverture en volume des échanges de biens s'améliorerait dès lors quelque peu en 1997, ce qui exercerait un effet positif sur la croissance économique.

En revanche, les termes de l'échange devraient se détériorer. Alors que les prix en dollar des matières premières industrielles sont restés plutôt stables depuis le printemps 1996, des mouvements de prix importants ont été observés pour les autres matières premières. Le net renchérissement des produits alimentaires au cours des six premiers mois de 1997, plus spécialement en raison de problèmes d'offre sur les marchés du café et de la viande de porc, n'a pas été compensé par la baisse des prix de l'énergie,

GRAPHIQUE 20 — PRIX DES MATIERES PREMIERES EN DOLLAR

(indices 1990 = 100)



Sources : HWWA, BNB.

TABLEAU 10 — SOLDE COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

(soldes, milliards de francs)

	Année		1 ^{er} trimestre	
	1995	1996	1996	1997
UEBL	433	445	118	126
Biens	296	283	81	82
Services	65	78	29	39
Revenus	201	215	47	49
Transferts courants	-128	-130	-38	-44
Belgique	340	354	92	111
Biens	342	337	92	92
Services	-4	3	3	22
Revenus	121	135	33	37
Transferts courants	-118	-122	-35	-40

Source : BNB.

mentionnée au chapitre 4. La hausse des prix des matières premières en dollars a encore été renforcée par l'appréciation de cette monnaie par rapport au franc belge, qui a atteint 11,4 p.c. entre décembre 1996 et juin 1997. Si on retient l'hypothèse que les taux de change et les prix des matières premières se maintiendront jusqu'à la fin de l'année au niveau des dernières observations, et compte tenu du fait que l'UEBL est un importateur net de matières premières, les termes de l'échange devraient se dégrader en 1997.

Cette détérioration serait aussi la conséquence d'une légère perte des termes de l'échange pour les produits de l'industrie manufacturière. Les prix à l'importation des produits manufacturés seraient poussés à la hausse par la forte appréciation du dollar et de la livre sterling par rapport au franc. D'autre part, les prix à l'exportation sont eux aussi influencés par les fluctuations de ces monnaies. En effet, les prix à l'exportation de certains produits, marchés et secteurs sont négociés dans ces monnaies, si bien que les prix exprimés en franc augmentent lorsque ces monnaies s'apprécient. L'incidence de ces fluctuations des cours de change serait cependant plus marquée du côté des prix à l'importation que du côté des prix à l'exportation.

Sur la base de ces évolutions récentes et des hypothèses retenues, le solde des marchandises de la balance des paiements de l'UEBL

reculerait légèrement sur l'ensemble de l'année 1997. Au premier trimestre, un statu-quo a encore été observé par rapport à la période correspondante de 1996.

Le commerce international de services est moins sensible à la conjoncture et n'est généralement pas autant influencé par les variations des termes de l'échange. Le commerce des services est traditionnellement excédentaire. Le solde exceptionnellement bas au premier trimestre de 1996 était imputable à certains facteurs accidentels, qui avaient temporairement comprimé le solde du négoce international. Ce dernier a retrouvé un niveau normal au premier trimestre de 1997, entraînant un accroissement du surplus des services. La progression devrait être moins importante sur l'ensemble de l'année. Le solde de la rubrique des revenus devrait à nouveau augmenter. Comme la position extérieure nette de l'UEBL a continué de progresser en fonction de l'excédent courant de 1996, les recettes des placements et des investissements ainsi réalisés devraient augmenter.

Le solde courant global de la balance des paiements de l'UEBL pour l'année 1997 peut être estimé à 5 p.c. du PIB, alors que pour la Belgique, il devrait s'élever à 4,3 p.c. du PIB.

Aucune donnée détaillée n'est actuellement disponible concernant le compte de capital et le compte financier de l'UEBL pour 1997.

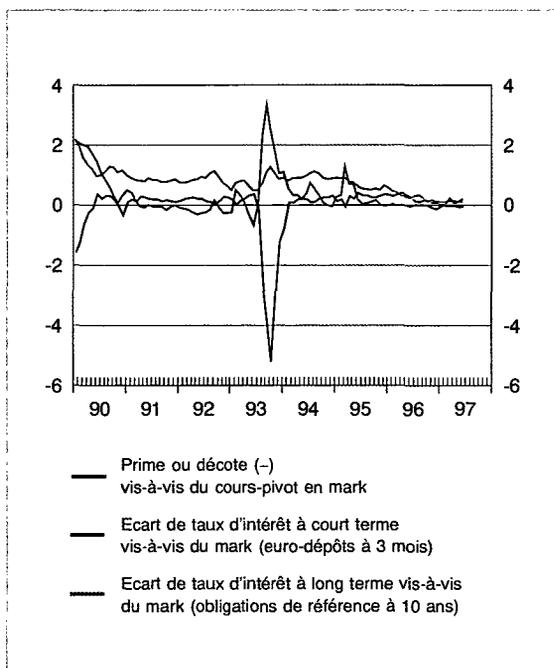
7. POLITIQUE MONETAIRE

C'est dans un environnement international relativement serein que la Banque a poursuivi sa politique monétaire axée sur la stabilité du cours de change du franc belge vis-à-vis de la monnaie d'ancrage du SME. Les variations des écarts du cours de change et des taux d'intérêt par rapport aux valeurs de référence allemandes sont d'ailleurs restées très limitées pendant le premier semestre de 1997.

Dans le prolongement de l'évolution entamée en 1996, la prime de change du franc belge par rapport au cours-pivot vis-à-vis du mark allemand a disparu au début de l'année. Le florin néerlandais s'est lui aussi rapproché de son cours-pivot vis-à-vis du mark. Après avoir été coté presque sans interruption pendant trois ans au-dessus de son cours-pivot vis-à-vis du mark allemand, le franc belge a été traité depuis février 1997 avec une légère décote, oscillant autour de 0,05 p.c.

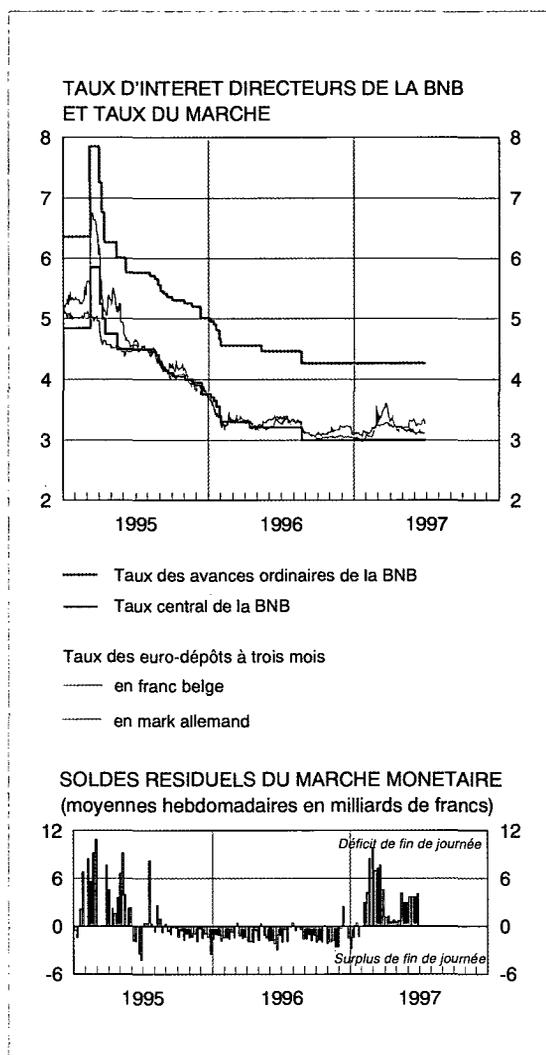
GRAPHIQUE 21 — ECARTS DE COURS DE CHANGE ET DE TAUX D'INTERET DU FRANC VIS-A-VIS DU MARK

(moyennes mensuelles, pourcentages)



Source : BNB.

GRAPHIQUE 22 — CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE



Source : BNB.

A l'instar de la Bundesbank, la Banque a laissé ses taux directeurs inchangés : le taux central et le taux des avances en compte courant sont restés respectivement à 3 et 4,25 p.c. Cependant, la gestion de la liquidité par la Banque a été dans l'ensemble plutôt restrictive. C'est surtout en février et en mars, lorsque des tensions politiques risquaient de perturber le marché des changes, que la Banque a créé des déficits de fin de journée, pour soutenir la tendance à la hausse des taux du marché monétaire et prévenir un affaiblissement de la position du franc belge.

L'écart des taux à court terme vis-à-vis du mark allemand s'est ainsi temporairement accru : en mars le taux des euro-dépôts à trois

mois en franc belge était en moyenne supérieur de plus de 20 points de base au taux des euro-dépôts en mark. Il a diminué par la suite.

Les taux belges à long terme sont restés, pendant toute la période sous revue, à peine supérieurs aux taux allemands : le différentiel des rendements des obligations de référence à dix ans a oscillé entre 3 et 15 points de base.

COMMUNICATIONS

1. BILLETS DE BANQUE DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

Emission d'un nouveau billet de 10.000 francs, type « Albert II et Paola »

Depuis le 19 juin 1997, la Banque Nationale de Belgique procède à l'émission d'un nouveau billet de 10.000 francs, dédié au Roi Albert II et à la Reine Paola.

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 recto du billet est due à K. Ponsaers et N. Paquot et celle du verso à M. Golaire et V. Boland ; le portrait des souverains a été gravé par G. Nehls.

Tous les billets de la nouvelle série mesurent 76 mm de haut. Par contre, la longueur des billets est fonction de leur valeur nominale et est, pour ce billet, de 169 mm.

Le papier de coton du billet de 10.000 francs est blanc et orné, dans la zone centrale non imprimée, d'un filigrane à l'effigie

du Roi Albert II. En filigrane également, le monogramme du Roi. Au verso, le fil de sécurité présente la forme d'un trait argenté discontinu. Par transparence, on le voit opaque et continu, la mention « 10000 F » en minuscules caractères se répète sur toute sa longueur. Sous un rayonnement ultraviolet, on voit apparaître sur chaque face des fibres rouges, vertes et bleues disséminées dans le papier, et le fil de sécurité est vert.

Au recto, le portrait des souverains imprimé en taille-douce à l'encre grise, constitue le motif principal. Sur l'épaule droite du Roi apparaît son monogramme.

A droite, dans les tons gris-bleu, l'hémicycle du parlement est représenté sur un fond où apparaît une carte de Belgique stylisée dans les tons vert, jaune, bleu et rose.

La valeur en chiffres est imprimée horizontalement en taille-douce, en haut à droite, dans des tons gris-bleu et rouge. Immédiatement à gauche de ces chiffres se trouve un rectangle de couleur bleue, imprimé également en taille-douce, qui comporte le chiffre 10000 en image latente, c'est-à-dire n'apparaissant qu'à la lumière frisante.

La valeur en lettres, en français sur cette face, apparaît verticalement le long du bord gauche en gris et rouge. Au-dessus de cette mention « DIX MILLE FRANCS », c'est-à-dire dans le coin supérieur gauche du billet, un bâtonnet horizontal, suivi de trois bâtonnets verticaux, tous quatre en relief, permettent l'identification de la valeur du billet par les aveugles.

Le parfait registre de l'impression se vérifie si l'on regarde par transparence, dans le coin inférieur droit, la silhouette du corps central du palais royal. Les éléments colorés du recto complètent exactement ceux du verso.

Le verso, dans les tons gris, vert, jaune et rouge, évoque les serres de la résidence royale de Laeken édifiées sous le règne de Léopold II par l'architecte Alphonse Balat. Autour de la



silhouette des serres, se développent des motifs végétaux inspirés de plantes exotiques qui y sont cultivées : *Monstera*, fougères, palmiers et fleurs de *Medinilla magnifica* ; à l'arrière-plan rayonnent des structures rappelant celles du jardin d'hiver.

La valeur en lettres, en néerlandais et en allemand sur cette face — « TIENDUIZEND FRANK, ZEHNTAUSEND FRANKEN » — est imprimée verticalement le long du bord gauche. Sous un rayonnement ultraviolet, les parties gauches et droites du billet ressortent nettement en vert et jaune et s'ajoutent à la fluorescence des fibres du papier et du fil. Le chiffre 10000 du verso est imprimé en sérigraphie par une encre dite « à effet optique variable » qui passe du vert brillant au bleu foncé quand on incline le billet.

L'ancien billet de 10.000 francs, type « Baudouin et Fabiola », perdra son cours légal le 15 décembre 1997, mais restera indéfiniment échangeable aux guichets de la Banque Nationale de Belgique.

2. COOPERATION DE TAUX DE CHANGE AU NIVEAU EUROPEEN

Résolution du Conseil européen sur l'établissement d'un mécanisme de taux de change pendant la troisième phase de l'Union économique et monétaire.

Le 16 juin 1997, le Conseil européen réuni à Amsterdam, a adopté la résolution suivante :

Se fondant sur les accords intervenus lors de ses réunions de Florence et de Dublin, le Conseil européen décide ce qui suit : un mécanisme de taux de change sera mis en place lorsque la troisième phase de l'Union économique et monétaire commencera le 1^{er} janvier 1999.

Dès le début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire, le système monétaire européen actuel sera remplacé par le mécanisme de taux de change tel que défini

dans la présente résolution. Les procédures de fonctionnement seront fixées dans un accord entre la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des Etats membres ne participant pas à la zone euro.

Le mécanisme de taux de change liera à l'euro les monnaies des Etats membres ne participant pas à la zone euro. L'euro sera au centre du nouveau mécanisme. Le mécanisme fonctionnera dans le cadre des politiques de stabilité qui, conformément au traité instituant la Communauté européenne, constituent l'élément central de l'Union économique et monétaire.

1. Principes et objectifs

1.1 Une stabilité durable des taux de change passe nécessairement par une convergence durable des données économiques fondamentales. A cette fin, tous les Etats membres, au cours de la troisième phase de l'Union économique et monétaire, doivent mener des politiques monétaires rigoureuses et responsables, orientées vers la stabilité des prix. Pour assurer une stabilité durable des taux de change, il est au moins aussi essentiel que tous les Etats membres mènent des politiques budgétaires et structurelles saines.

1.2 Un environnement économique stable est nécessaire pour assurer le bon fonctionnement du marché unique et pour développer les investissements, la croissance et l'emploi, et il répond donc à l'intérêt de tous les Etats membres. Le marché unique ne doit pas être compromis par des désalignements des taux de change réels ou par des fluctuations excessives des taux de change nominaux entre l'euro et les autres monnaies de l'UE, ce qui perturberait les flux commerciaux entre les Etats membres. En outre, conformément à l'article 109 M du traité, chaque Etat membre est tenu de traiter sa politique de change comme un problème d'intérêt commun. La surveillance des politiques macroéconomiques des Etats membres exercée par le Conseil au titre de l'article 103 du traité sera organisée notamment dans le but d'éviter de tels désalignements ou fluctuations.

1.3 Le mécanisme de taux de change contribuera à assurer que les Etats membres ne participant pas à la zone euro mais participant au

mécanisme orientent leur politique vers la stabilité et favorisera la convergence, appuyant ainsi les efforts qu'ils déploient pour adopter l'euro. Le mécanisme servira de référence pour ces Etats membres dans la conduite de politiques économiques saines en général et de politiques monétaires saines en particulier. En même temps, le mécanisme contribuera aussi à protéger ces Etats membres et ceux ayant adopté l'euro contre des pressions injustifiées s'exerçant sur les marchés des changes. En pareil cas, il peut aider les Etats membres ne participant pas à la zone euro mais participant au mécanisme, dont les monnaies subissent des pressions, à conjuguer le recours à des mesures appropriées, y compris des mesures relatives aux taux d'intérêt, et une intervention coordonnée.

1.4 Le mécanisme contribuera aussi à ce que les Etats membres qui veulent adopter l'euro après le 1^{er} janvier 1999 soient traités sur un pied d'égalité avec ceux qui l'adoptent dès le début, en ce qui concerne le respect des critères de convergence.

1.5 Le mécanisme de taux de change fonctionnera sans préjudice de l'objectif principal de la BCE et des banques centrales nationales, qui consiste à maintenir la stabilité des prix. Il conviendrait de veiller à ce que les ajustements des taux pivots soient effectués en temps utile afin d'éviter des désalignements importants.

1.6 La participation au mécanisme de taux de change sera facultative pour les Etats membres ne participant pas à la zone euro. Toutefois, on peut s'attendre que les Etats membres faisant l'objet d'une dérogation participent au mécanisme. Un Etat membre qui ne participe pas dès le début au mécanisme de taux de change peut y participer ultérieurement.

1.7 Le mécanisme de taux de change sera fondé sur des taux pivots définis par rapport à l'euro. La marge de fluctuation standard sera relativement large. Par des politiques économiques et monétaires axées sur la stabilité, les taux pivots resteront la référence pour les Etats membres ne participant pas à la zone euro mais participant au mécanisme.

1.8 En outre, une certaine souplesse est permise, en particulier afin de pouvoir s'adapter aux différents degrés, rythmes et stratégies de

convergence économique des Etats membres ne participant pas à la zone euro qui s'intègrent au mécanisme. La coopération en matière de politique de change peut être encore renforcée, par exemple en prévoyant la possibilité de liens de change plus étroits entre l'euro et les autres monnaies participant au mécanisme de taux de change, lorsque et dans la mesure où cela serait approprié à la lumière des progrès réalisés en matière de convergence. L'existence de liens plus étroits de cette nature, en particulier s'ils impliquent des marges de fluctuation plus étroites, n'affecterait en rien l'interprétation du critère du taux de change prévu à l'article 109 J du traité.

2. Principales caractéristiques

2.1 Un taux pivot par rapport à l'euro sera déterminé pour la monnaie de chacun des Etats membres ne participant pas à la zone euro mais participant au mécanisme de taux de change. Il y aura une marge de fluctuation standard de ± 15 p.c. de part et d'autre des taux pivots. L'intervention à la marge se fera en principe de manière automatique et illimitée, avec des financements à très court terme. Toutefois, la BCE et les banques centrales des autres participants pourraient suspendre l'intervention si cela était contraire à leur objectif principal. Dans leur décision, elles tiendraient dûment compte de tous les facteurs pertinents et, en particulier, de la nécessité de maintenir la stabilité des prix et la crédibilité du mécanisme de taux de change.

2.2 Comme il sera précisé dans l'accord fixant les procédures de fonctionnement du mécanisme de taux de change qui doit être conclu entre la BCE et les banques centrales nationales, l'utilisation souple des taux d'intérêt sera une caractéristique importante du mécanisme et il sera possible de procéder à des interventions intramarginales coordonnées.

2.3 Les décisions relatives aux taux pivots et à la marge de fluctuation standard seront prises d'un commun accord par les ministres des Etats membres participant à la zone euro, la BCE et les ministres et les gouverneurs des banques centrales des Etats membres ne participant pas à la zone euro mais participant au mécanisme, suivant une procédure commune associant la Commission européenne, et après consultation du

Comité économique et financier. Les ministres et gouverneurs des banques centrales des Etats membres ne participant pas au mécanisme de taux de change seront associés à la procédure mais n'auront pas le droit de vote. Toutes les parties à l'accord, y compris la BCE, auront le droit d'engager une procédure confidentielle visant à réexaminer les taux pivots.

2.4 Au cas par cas, des marges de fluctuation plus étroites que la marge standard, définies par un accord formel et soutenues en principe par un financement et une intervention automatiques, peuvent être fixées à la demande d'un Etat membre ne participant pas à la zone euro. La décision de resserrer la marge de fluctuation serait prise par les ministres des Etats membres participant à la zone euro, la BCE et le ministre et le gouverneur de la banque centrale de l'Etat membre concerné ne participant pas à la zone euro, suivant une procédure commune associant la Commission européenne, et après consultation du Comité économique et financier. Les ministres et gouverneurs des banques centrales des autres Etats membres seront associés à la procédure mais n'auront pas le droit de vote.

2.5 La marge standard et les marges plus étroites n'affectent en rien l'interprétation de l'article 109 J paragraphe 1 troisième tiret du traité.

2.6 Les modalités du mécanisme de financement à très court terme seront fixées dans un accord entre la BCE et les banques centrales nationales, en s'inspirant très largement des dispositions actuelles. L'Institut monétaire européen a élaboré un tel accord comportant les procédures de fonctionnement requises par la présente résolution. L'IME le présentera à la BCE et aux banques centrales nationales des Etats membres ne participant pas à la zone euro le jour de la mise en place de la BCE.

3. GROUPE DES DIX

Rapport sur la monnaie électronique

Un nouveau rapport consacré à la monnaie électronique vient d'être publié sous les auspices

du Groupe des Dix. Il est intitulé : *Electronic money : Consumer protection, law enforcement, supervisory and cross border issues*. Ce rapport présente l'originalité d'intégrer les points de vue des Banques centrales et des Ministères des Finances des pays du G10. Quatre principaux thèmes y sont abordés : la protection des consommateurs, la lutte contre la fraude et la criminalité, la supervision de systèmes ainsi que la problématique transfrontalière.

En matière de protection des consommateurs, le rapport examine les aspects liés à la fraude, à l'utilisation abusive de données confidentielles ou encore à la faillite des émetteurs. Le statut auquel ces derniers doivent être soumis est traité plus spécifiquement dans le chapitre consacré à la supervision. Les risques potentiels liés au blanchiment d'argent, à la fraude fiscale ou encore à la contrefaçon y sont également analysés. A ce stade toutefois, les préoccupations en la matière doivent être relativisées eu égard à la modicité des montants traités dans les systèmes aujourd'hui opérationnels. La dernière partie du rapport aborde les questions plus spécifiquement relatives à l'usage transfrontalier de la monnaie électronique et à la nécessaire coopération internationale en la matière.

Des objectifs communs sont identifiés en conclusion du rapport, chaque pays conservant le choix des moyens à mettre en œuvre pour les atteindre. Ces objectifs se traduisent en termes de transparence de l'information à l'égard des consommateurs, de solidité financière des émetteurs et de sécurité technique des systèmes. La conception fonctionnelle de ceux-ci doit de plus permettre de limiter les risques liés au développement d'activités illégales.

Ce rapport est disponible sur le web site de la Banque des Règlements Internationaux (BIS - Bank for International Settlements) à l'adresse <http://www.bis.org> ; des exemplaires peuvent également être commandés auprès de la Banque Nationale de Belgique, Service des paiements scripturaux, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (fax : 02/221.31.03).

Communications arrêtées au 11 juillet 1997.

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