

REVUE ECONOMIQUE



Août 1998

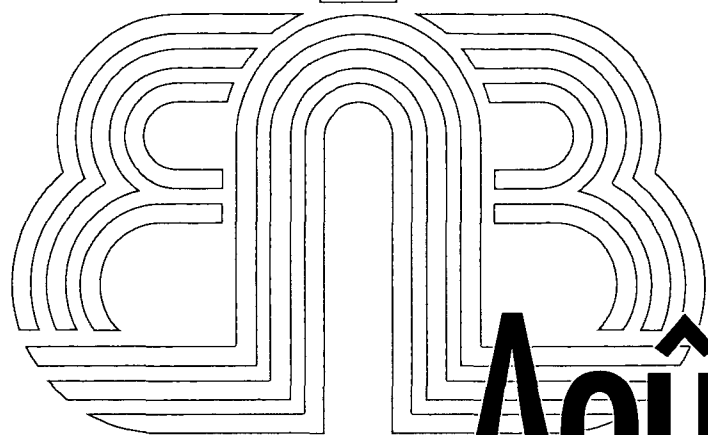
4^e Année

Banque Nationale de Belgique



REVUE ECONOMIQUE

Banque Nationale de Belgique



Août 1998

4^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.

ISSN 1372-3162

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

SOMMAIRE

L'ECONOMIE BELGE EN 1998 5

RESERVES OBLIGATOIRES : SPECIFICATIONS DU SYSTEME DU SEBC ET INTRODUCTION D'UN SYSTEME TRANSITOIRE AU COURS DES DERNIERS MOIS DE 1998 41

COMMUNICATIONS 47

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
IRG	Institut de Réescompte et de Garantie
MAE	Ministère des Affaires économiques
MET	Ministère de l'Emploi et du Travail
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement économiques
ONEM	Office National de l'Emploi
OPC	Organisme de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
SEBC	Système Européen de Banques centrales
SME	Système Monétaire Européen
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer
TGV	Train à grande vitesse
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union Européenne
UEBL	Union Economique Belgo-Luxembourgeoise
UEM	Union Economique et Monétaire

SIGNES CONVENTIONNELS

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

La présente revue a été rédigée sur la base des données disponibles au 15 juillet 1998, 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 1998

1. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Outre la crise asiatique, l'économie mondiale a été marquée au premier semestre de 1998 par un recul des dépenses intérieures au Japon, la vigueur persistante de la demande intérieure aux Etats-Unis et une amélioration générale de la situation économique dans la plupart des pays de l'UE. En conséquence de cette amélioration, le taux de chômage dans l'UE s'est quelque peu réduit; son niveau reste néanmoins très élevé dans plusieurs économies d'Europe continentale. Quant à l'inflation, elle est restée faible ou négligeable dans presque tous les pays industrialisés.

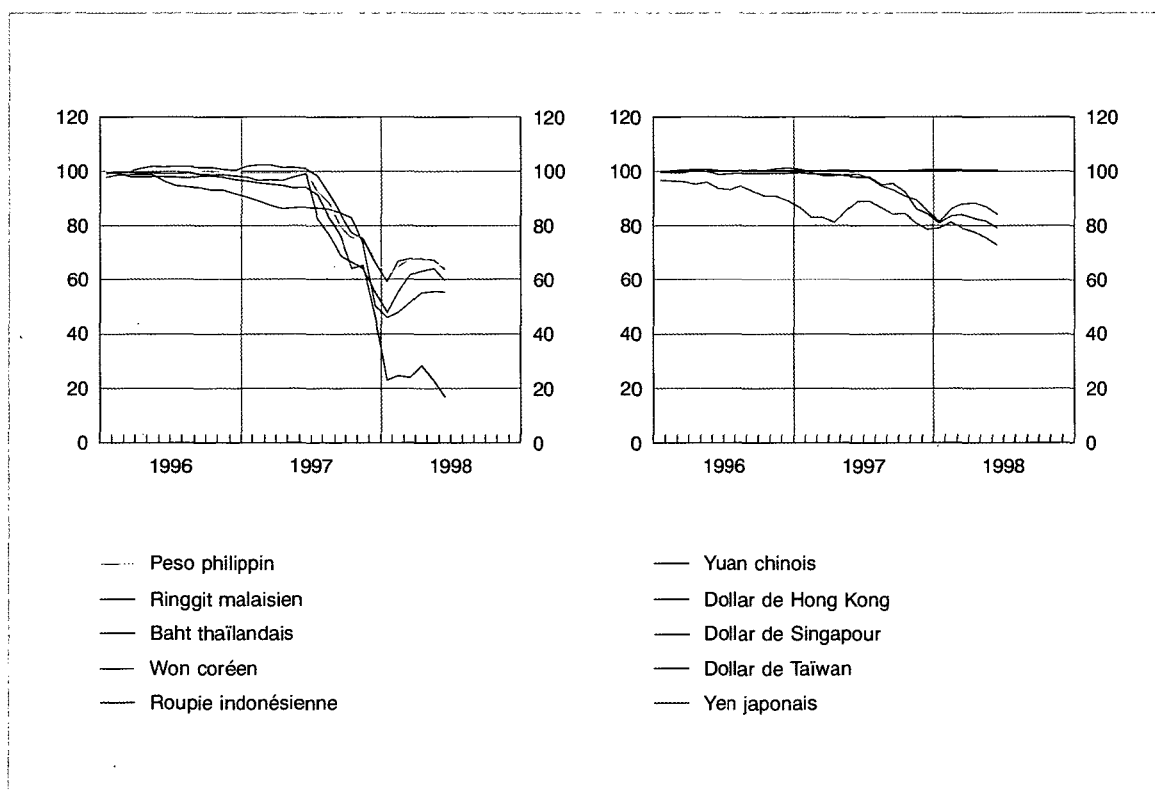
Activité et emploi

La crise en Asie

La crise financière, qui a éclaté en Thaïlande et s'est propagée dans plusieurs autres pays émergents d'Asie au cours de la seconde moitié de 1997, paraît s'être calmée pendant les premiers mois de l'année en cours. Mais, comme en atteste la recrudescence des turbulences sur le marché des changes à la fin du printemps, la situation de cette partie du monde est encore précaire, et l'activité devrait y rester soumise, tout au long de 1998, à de vives pressions à la baisse. Dans les pays les plus affectés, à savoir

GRAPHIQUE 1 — COURS DE CHANGE, VIS-A-VIS DU DOLLAR DES ETATS-UNIS, DES MONNAIES DE CERTAINS PAYS DE L'EST DE L'ASIE

(décembre 1995 = 100)



Source : Financial Times.

l'Indonésie, la Corée, la Thaïlande, la Malaisie et, dans une moindre mesure, les Philippines, la forte dépréciation de la monnaie, la baisse des prix de l'immobilier et des cours boursiers et la hausse des taux d'intérêt, parfois renforcée par un rationnement du crédit bancaire, entraînent une baisse substantielle de la demande intérieure. Quant aux gains de compétitivité découlant des baisses de cours de change, leurs effets sur les exportations ne semblent pas encore être significatifs. Les autres économies émergentes de la région, comme Singapour, Taïwan, Hong Kong et la Chine, ont aussi été frappées par la crise, mais de façon beaucoup moins spectaculaire. Exprimés en dollars, les cours de leurs monnaies ont reculé dans une moindre mesure ou sont restés inchangés. La compétitivité extérieure de ces pays est dès lors affectée par les dépréciations chez les partenaires asiatiques. Quant à la demande intérieure, elle continue d'y progresser, mais à un rythme inférieur à celui de l'année précédente.

Ces développements ont affecté d'autres parties du monde, notamment en contribuant à la chute des prix du pétrole et d'autres produits de base, et en entraînant des perturbations sur les marchés financiers de certains pays en transition. Ils touchent aussi le Japon et les autres pays industrialisés, avant tout par le biais des relations commerciales. D'une part, la dépréciation des cours de change de plusieurs économies émergentes d'Asie réduit la compétitivité du reste du monde; d'autre part, la chute de la demande intérieure dans les pays les plus touchés et la faiblesse de celle-ci dans les autres pays de la région, freinent la croissance des marchés à l'exportation. A ces facteurs s'ajoute l'effet dépressif du repli des prix des produits de base sur le revenu, et donc sur la demande des principaux pays exportateurs de ces produits. Selon l'OCDE, l'incidence négative de la crise asiatique sur l'activité serait surtout sensible pour le Japon, où elle atteindrait 1,3 p.c. du PIB en 1998, ainsi que, dans une mesure un peu plus faible, pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande. En ce qui concerne les Etats-Unis et l'UE, dont les liens commerciaux avec les économies émergentes d'Asie sont bien moindres, l'incidence pendant cette même année ne dépasserait en revanche pas 0,4 p.c. du PIB. La crise asiatique a en effet permis, dans ces pays, une détente des taux d'intérêt réels, de nature à y soutenir la demande intérieure et à compenser

ainsi en partie les effets négatifs des échanges sur l'activité.

La crise pourrait aussi exercer des effets sur les économies plus avancées de l'OCDE en raison des liens financiers existant entre celles-ci et les pays touchés. La principale source de préoccupation pourrait venir de l'ampleur des engagements financiers directs en Asie des banques européennes. L'implication relativement élevée de certaines de ces dernières en Amérique latine et en Russie pourrait aussi devenir préoccupante, dans l'éventualité où la crise se propagerait à d'autres marchés émergents. Mais les effets potentiels de ces relations financières sont difficiles à estimer, et ils ne sont en tout état de cause susceptibles de devenir importants que si la crise venait à se prolonger ou s'amplifier.

Japon

Le redressement de l'économie japonaise, qui avait paru se dessiner en 1995 et 1996, ne s'est pas confirmé depuis, loin s'en faut. En 1997, le taux de croissance était revenu à moins de 1 p.c. Au premier trimestre de l'année en cours, le PIB a même reculé de 3,7 p.c. par rapport à la période correspondante de 1997.

Cette forte dégradation était encore inattendue un an auparavant : les perspectives de croissance en volume du PIB pour 1998 établies par l'OCDE ont été révisées à la baisse de 3,2 points de pourcentage depuis juin 1997. La crise asiatique, qui a réduit la croissance des marchés à l'exportation et détérioré la compétitivité des entreprises japonaises, explique seulement en partie cette révision. Parmi les autres facteurs négatifs, il convient de relever d'abord la détérioration de la confiance des ménages et des entreprises, consécutive notamment à la défaillance de plusieurs grands établissements financiers. Le rationnement de l'offre de crédit, résultant des efforts des banques pour améliorer leur bilan, et l'orientation restrictive imprimée à la politique budgétaire en 1997 freinent également la demande.

Au total, la demande intérieure devrait diminuer de plus de 1 p.c. en 1998 et, en dépit des effets restrictifs sur les importations qu'elle induirait, cette baisse ne serait pas compensée

TABLEAU 1 — PIB A PRIX CONSTANTS

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

	1996	1997	1998
Etats-Unis	2,8	3,8	2,7
Japon	3,9	0,9	-0,3
Union européenne	1,7	2,6	2,7
dont : Allemagne	1,4	2,2	2,7
France	1,5	2,4	2,9
Italie	0,7	1,5	2,4
Royaume-Uni	2,2	3,3	1,7

Source : OCDE.

par la contribution positive des exportations nettes à la croissance.

Ces perspectives sont toutefois encore très incertaines. Elles sont en effet tributaires de l'évolution des autres économies d'Asie et, davantage encore, de facteurs internes, notamment les décisions de politique économique qui devraient être prises au Japon dans les prochains mois. Le gouvernement japonais a en effet annoncé un ensemble de mesures de relance budgétaire dont l'ampleur atteindrait près de 2 p.c. du PIB. Il a en outre entamé une réforme structurelle du secteur financier et a introduit un plan comportant diverses mesures, notamment le projet de créations de « banques-relais » qui prendraient la relève des banques en faillite, afin que les débiteurs sains de ces banques ne pâtissent pas de la défaillance de leurs bailleurs de fonds. Quelles que soient les décisions que prendront les autorités japonaises, et même si la croissance reprend rapidement grâce à ces mesures de politique économique, il est plus que probable que, sur l'ensemble de 1998, l'activité se repliera.

Par le passé, les effets d'un ralentissement de la production sur le chômage étaient en grande partie amortis par une assez grande inertie de l'emploi, entraînant une diminution de la productivité apparente du travail, ainsi que par une baisse du taux d'activité, traditionnellement très sensible au cycle conjoncturel. Ceci semble être moins le cas dans la phase actuelle, de sorte que le taux de chômage a grimpé jusqu'à 4,1 p.c. en avril 1998, contre encore 3,5 p.c. en décembre 1997.

Etats-Unis

Au cours du premier trimestre de 1998, l'expansion de l'activité est restée vigoureuse aux Etats-Unis. Le PIB a en effet progressé de 3,9 p.c. en volume par rapport aux trois premiers mois de l'année précédente.

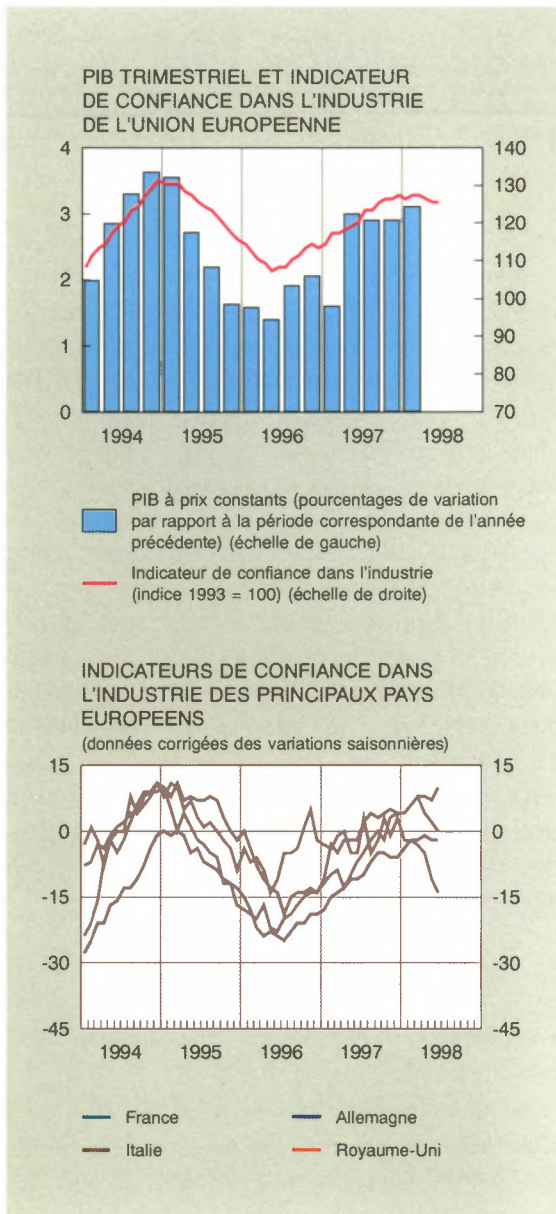
Sur l'ensemble de l'année 1998, l'activité économique des Etats-Unis devrait toutefois se ralentir. La faiblesse de la demande intérieure en Amérique latine et surtout dans l'Est de l'Asie devrait en effet réduire la croissance des marchés à l'exportation, et la hausse du cours de change effectif du dollar provoquée par l'effondrement des monnaies de ces pays devrait peser sur la compétitivité des producteurs américains. En conséquence du ralentissement des exportations, les entreprises pourraient, à la différence de l'année précédente, limiter la progression de leurs stocks. En revanche, les dépenses de consommation des ménages et d'investissements résidentiels augmenteraient à un rythme plus élevé encore que l'année précédente, grâce notamment à la forte progression de l'emploi et à la détente des taux d'intérêt à long terme. Les investissements des entreprises en capital fixe resteraient eux aussi particulièrement dynamiques.

Au total, le PIB des Etats-Unis augmenterait de 2,7 p.c. en 1998, contre 3,8 p.c., l'année précédente. En dépit de ce ralentissement, l'économie américaine continuera à créer des emplois. Le taux de chômage est d'ailleurs revenu depuis avril 1998 à moins de 4,5 p.c., niveau qui n'avait plus été atteint depuis la fin des années soixante.

Union européenne

Dans les pays européens qui participeront à l'UEM, la reprise, qui s'était amorcée deux ans plus tôt, s'est nettement confirmée dans les premiers mois de 1998. Quant aux pays européens pour lesquels un risque de surchauffe existait déjà en 1997, la croissance y est revenue à un rythme plus soutenable. Malgré l'effet de la crise en Asie, le taux de croissance des pays de l'UE considérés globalement atteindrait 2,7 p.c. en 1998, contre 2,6 p.c. en 1997 et 1,7 p.c. en 1996.

GRAPHIQUE 2 — EVOLUTION RECENTE DE L'ACTIVITE
DANS LES PRINCIPAUX PAYS EUROPEENS



Source : CE.

En Allemagne, la croissance du PIB s'est accélérée jusqu'à 3 p.c. au premier trimestre de 1998. Même si cette progression de l'activité s'explique en partie par de bonnes conditions climatiques et par un nombre de jours ouvrables plus élevé qu'un an auparavant, ainsi que par des achats anticipés en relation avec l'augmentation, le 1^{er} avril, du taux de la TVA de un point, elle témoigne de la vigueur de la reprise conjoncturelle. L'indicateur de confiance dans l'industrie, qui avait augmenté de manière pratiquement ininterrompue entre le milieu de 1996

et la fin de 1997, s'est stabilisé à un niveau très élevé pendant les cinq premiers mois de l'année en cours. Ce climat conjoncturel favorable est notamment lié à un dosage de la politique macroéconomique propice à la croissance. D'une part, les conditions monétaires ont pu rester accommodantes, grâce à une situation et à des perspectives favorables en matière d'inflation. En conséquence de cette orientation de la politique monétaire, ainsi que des effets des turbulences financières en Asie, les taux d'intérêt à long terme allemands sont restés à un niveau bas. D'autre part, le processus d'assainissement budgétaire se poursuit, mais à un rythme ralenti en raison du respect du critère de Maastricht en matière budgétaire. A cela s'ajoute que les exportations sont restées très soutenues grâce à la vigoureuse croissance des marchés et, en dépit de l'effondrement des taux de change de certains pays d'Asie, par une forte compétitivité des entreprises allemandes. Suivant l'OCDE, la demande intérieure devrait se renforcer sensiblement en 1998, grâce à la consommation des ménages et surtout aux investissements des entreprises, et la contribution du solde extérieur à la croissance resterait positive. Au total, le PIB augmenterait de 2,7 p.c., contre 2,2 p.c. en 1997 et 1,4 p.c. en 1996.

Le profil conjoncturel de la plupart des pays qui participeront à l'UEM dès le départ est resté très proche de celui de l'Allemagne. Il en va ainsi de la France, où le PIB a augmenté de 3,4 p.c. en volume au premier trimestre de 1998. Pour l'ensemble de l'année, la croissance atteindrait 2,9 p.c., contre 2,4 p.c. en 1997 et 1,5 p.c. en 1996. Plus encore qu'en Allemagne, le redressement reposerait sur celui de la dépense intérieure, tandis que la crise asiatique pourrait exercer un effet plus défavorable sur les exportations et le solde extérieur de ce pays. En Italie, grâce au net repli de l'inflation, à la réduction du déficit des pouvoirs publics, mais aussi au renforcement des perspectives de participation à l'UEM dès la création de celle-ci, le taux d'intérêt à long terme avait baissé de plus de 400 points de base au cours des deux dernières années. Cette baisse des taux d'intérêt, couplée à des perspectives favorables d'évolution de la demande et au niveau élevé et croissant des taux de rendement du capital, devrait être à l'origine d'un net raffermissement de la formation brute de capital fixe des entreprises, qui deviendrait ainsi le soutien principal de l'activité économique. Au total, le redressement de la croissance, entamé au début

de 1997, se poursuivrait en Italie : selon l'OCDE, le PIB s'accroîtrait de 2,4 p.c. en 1998, contre 1,5 p.c. en 1997.

A l'inverse de ce qui a pu être observé pour les autres grandes économies européennes, le rythme de progression de l'activité au Royaume-Uni s'est quelque peu ralenti à partir du dernier trimestre de 1997. Entre le premier trimestre de 1997 et celui de 1998, le PIB a progressé de 2,9 p.c. Par ailleurs, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est replié pendant les cinq premiers mois de l'année en cours. Ces évolutions sont le reflet d'une position nettement plus avancée de l'économie britannique dans le cycle conjoncturel, la croissance y ayant été ininterrompue au cours des cinq années précédentes. Sur l'ensemble de l'année 1998, la croissance reviendrait à 1,7 p.c., contre 3,3 p.c. l'année précédente, en raison d'abord d'une moindre expansion des exportations, liée elle-même au choc négatif survenu en Asie, à l'appréciation de la livre et à l'érosion de la compétitivité internationale des entreprises britanniques. Elle tient en outre, quoique dans une moindre mesure, à une décélération modérée de la demande inté-

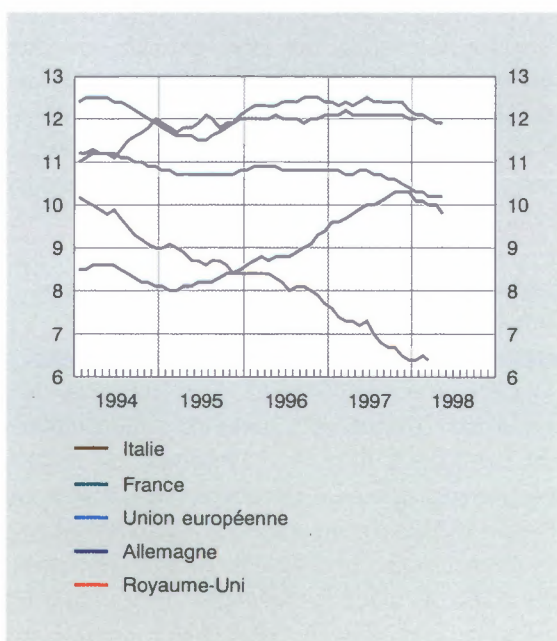
rieure, à la suite notamment de l'orientation restrictive de la politique budgétaire et d'un sensible resserrement de la politique monétaire.

Le nouveau raffermissement de l'activité dans l'UE devrait aller de pair avec une certaine amélioration du marché du travail. L'emploi, qui n'avait cessé de reculer de 1990 à 1994, puis avait augmenté à un rythme annuel moyen de 0,5 p.c. au cours des trois années ultérieures, progresserait en 1998 de près de 1 p.c. Le taux de chômage a déjà commencé à baisser vers la mi-1997, mais le recul est resté de faible ampleur, et le niveau des effectifs inoccupés est toujours supérieur à 10 p.c. de la population active. Encore ce chiffre ne constitue-t-il qu'une moyenne : au Royaume-Uni, le taux de chômage, qui n'a cessé de se réduire depuis 1993, a été ramené à un niveau inférieur à 7 p.c., tandis qu'en France et en Italie il avoisine encore 12 p.c.

C'est dans ce contexte qu'après le Conseil européen extraordinaire sur l'emploi, qui s'est réuni à Luxembourg en novembre 1997, une coordination régulière des politiques nationales en matière d'emploi a été mise en œuvre, autour de lignes directrices communes et d'une surveillance multilatérale fondée sur la présentation par tous les Etats membres de plans d'action pour l'emploi. Les premiers de ceux-ci ont été soumis au Conseil européen qui s'est réuni à Cardiff en juin 1998. Des premières évaluations de ces plans, il ressort que les Etats membres font des efforts considérables pour renforcer la capacité d'insertion professionnelle de la population active, en particulier des jeunes, des chômeurs de longue durée et des femmes, et favorisent à cette fin le développement des capacités et la formation tout au long de la vie. Les Etats cherchent aussi à améliorer les conditions d'activité des PME et des indépendants et, de façon plus générale, prennent des mesures pour promouvoir le travail et réduire la dépendance.

GRAPHIQUE 3 — TAUX DE CHOMAGE DANS LES PRINCIPAUX PAYS EUROPEENS

(pourcentages de la population active civile, données dessaisonnalisées)



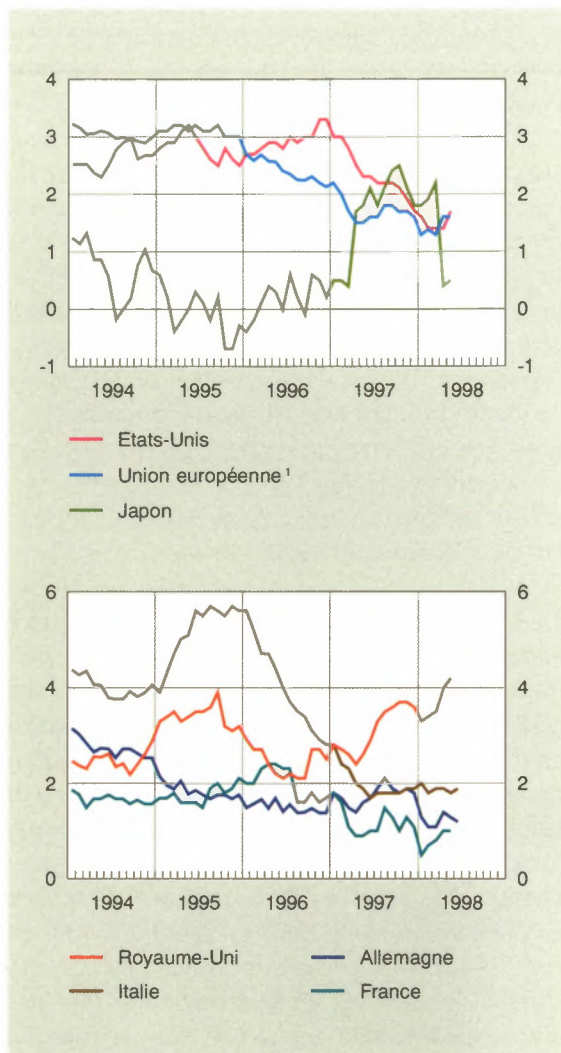
Source : CE.

Prix

Dans chacune des grandes régions du monde industrialisé, le taux d'inflation est demeuré faible ou a même encore reculé. Il existe cependant un risque de résurgence des tensions inflationnistes dans certains pays où l'expansion se poursuit depuis plusieurs années. C'est le cas au Royaume-Uni, où les pressions inflationnistes se

GRAPHIQUE 4 — PRIX A LA CONSOMMATION

(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant 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).

sont accentuées à la suite notamment des tensions apparues sur le marché du travail. En mai 1998, le taux d'inflation annuel y a atteint 4,2 p.c., contre 2,6 p.c. le mois correspondant de l'année précédente.

Une telle éventualité paraît toutefois peu probable aux États-Unis pour l'instant. Au cours des cinq premiers mois de 1998, le taux d'inflation, mesuré sur une base annuelle, s'est encore réduit, jusqu'à revenir à 1,7 p.c. en mai. Suivant les prévisions de l'OCDE, il ne dépasserait même pas 1 p.c. pour l'ensemble de l'année. D'une part, le mouvement de baisse des prix à

l'importation, qui s'était amorcé en 1996 sous l'effet de l'appréciation effective du dollar et qui a été renforcé par la crise asiatique, s'est poursuivi à un rythme accru dans les premiers mois de 1998. D'autre part, en dépit d'un degré d'utilisation des capacités de production très élevé, l'augmentation des rémunérations par personne occupée ne s'accélérait que légèrement, et ses effets éventuels sur les prix de vente seraient partiellement compensés par des progrès de productivité.

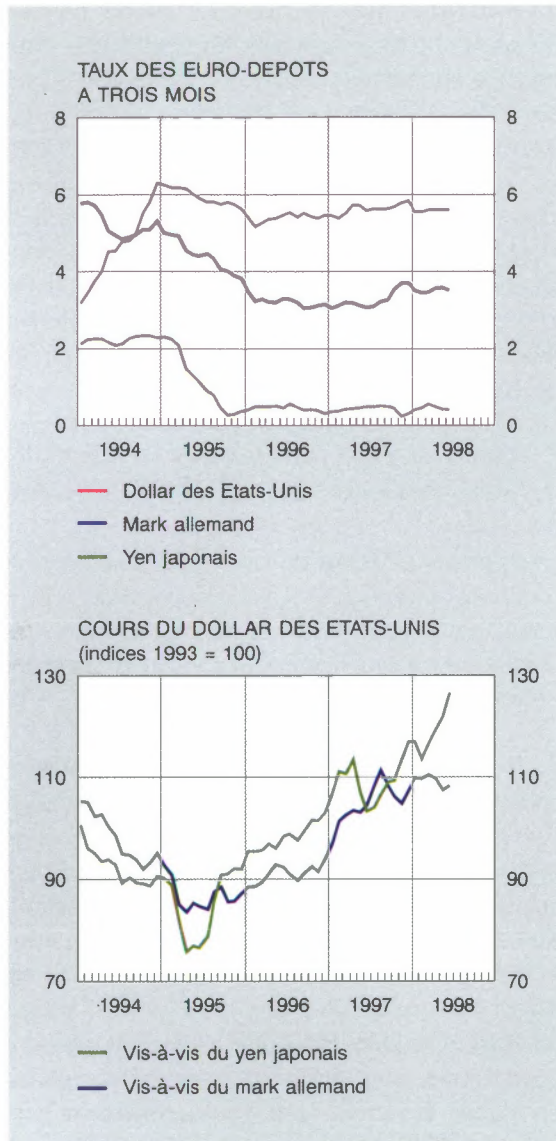
Au Japon, les prix à l'importation devraient également diminuer en 1998, alors qu'ils avaient fortement augmenté au cours des deux années précédentes. Ce retournement tient surtout au mouvement de hausse imprimé au cours de change moyen pondéré du yen par la forte dépréciation des monnaies des pays d'Asie en crise, dont l'effet a dépassé celui de la dépréciation du yen vis-à-vis du dollar. De surcroît, le coût de la main d'œuvre ne progresserait que très légèrement pendant l'année en cours et contrairement à l'année 1997, au cours de laquelle l'inflation s'était accélérée à la suite de la hausse, en avril, de la taxe sur la consommation de 3 à 5 p.c., la fiscalité indirecte ne devrait plus être modifiée. En avril et mai 1998, premiers mois qui ne portent plus les traces du relèvement de la taxe sur la consommation, le taux d'inflation du Japon était retombé à environ 0,5 p.c., taux identique à celui prévu pour l'ensemble de l'année, alors qu'il était remonté à 1,6 p.c. en moyenne l'année précédente.

Dans la plupart des pays de l'Union européenne, l'inflation devrait se maintenir à un bas niveau, grâce notamment aux politiques monétaires orientées vers la stabilité et à la modération des augmentations salariales.

Evolutions financières dans les grands pays industrialisés

Comme en 1996 et 1997, les taux à court terme dans les trois principaux pays industrialisés ont continué à fluctuer à l'intérieur de marges très étroites au cours de la première moitié de 1998 : les taux directeurs officiels y sont d'ailleurs restés inchangés, bien que la courbe des rendements sur le marché monétaire montre que les participants au marché s'attendaient à une légère hausse des taux américains et allemands.

GRAPHIQUE 5 — TAUX D'INTERET A COURT TERME ET COURS DE CHANGE AUX ETATS-UNIS, AU JAPON ET EN ALLEMAGNE



Source : BNB.

Le dernier ajustement, par la Réserve fédérale, de l'objectif de taux des fonds fédéraux date du 25 mars 1997, lorsque celui-ci a été porté de 5,25 à 5,5 p.c. Depuis lors, la forte croissance économique s'est poursuivie, mais malgré les tensions sur le marché du travail, l'inflation est restée maîtrisée aux Etats-Unis. Tenant compte, entre autres, des conséquences déflationnistes éventuelles de la crise asiatique, la banque centrale américaine a jugé qu'il n'était pas opportun de relever ses taux d'intérêt. Après une légère baisse en janvier 1998, les taux d'intérêt du marché monétaire américain n'ont pour ainsi dire pas varié non plus.

Le taux des euro-dépôts à trois mois en yen s'est légèrement orienté à la hausse au début de l'année, à la suite des mesures de relance économique annoncées par le gouvernement japonais à la fin de 1997. A partir d'avril 1998, il est toutefois apparu clairement que ces mesures n'amélioraient guère la confiance dans l'économie japonaise et, compte tenu du fléchissement de l'activité économique, certains opérateurs ont même envisagé que la Banque du Japon réduise encore le taux d'escompte. Les taux du marché monétaire ont entamé un nouveau repli : le taux des euro-dépôts à trois mois en yen a diminué de plus de 10 points de base, revenant à 0,4 p.c. en moyenne en juin 1998, soit moins que le taux d'escompte officiel, qui est maintenu au bas niveau historique de 0,5 p.c. depuis le 8 septembre 1995.

La Bundesbank également a maintenu ses taux directeurs inchangés depuis la décision, le 9 octobre 1997, de relever le taux des repos de 30 points de base pour le porter à 3,3 p.c. Au cours de la première moitié de 1998, le taux des euro-dépôts à trois mois en mark allemand a fluctué à l'intérieur d'une marge d'environ 20 points de base autour d'une moyenne de 3,5 p.c. Comme au cours du dernier trimestre de 1997, les participants au marché semblent donc toujours anticiper une légère hausse des taux directeurs allemands.

Sur les marchés des changes, le dollar est resté assez stable vis-à-vis du mark allemand au cours des six premiers mois de 1998, ce qui peut en partie s'expliquer par une plus grande convergence des résultats de la croissance économique en Allemagne et aux Etats-Unis. Le yen japonais, en revanche, a reculé considérablement vis-à-vis du dollar : entre décembre 1997 et juin 1998, la dépréciation a atteint 7,6 p.c. Cet affaiblissement résulte essentiellement des problèmes économiques du Japon et du bas niveau des taux d'intérêt lié à cette situation.

Dans l'Union européenne, la drachme grecque est entrée dans le mécanisme de change du SME, le 16 mars 1998, à un cours-pivot inférieur de près de 14 p.c. au cours du jour. A la même date, le cours-pivot de la livre irlandaise a été réévalué de 3 p.c.

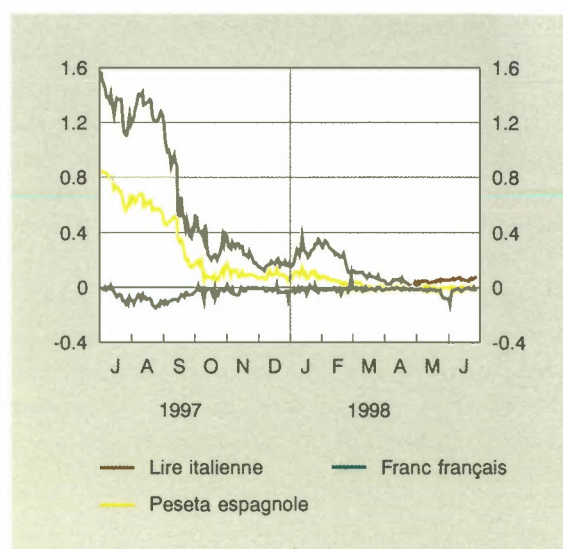
Toutefois, l'événement le plus important du premier semestre de 1998 a incontestablement

été le Conseil européen du 2 mai, au cours duquel il a été décidé que l'UEM démarrerait le 1^{er} janvier 1999 avec l'ensemble des Etats membres de l'UE, à l'exception du Danemark, de la Grèce, du Royaume-Uni et de la Suède. La Grèce et la Suède ne remplissaient pas les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique et n'ont, par conséquent, pas encore été admises au sein du groupe des pays adoptant l'euro. Le Danemark et le Royaume-Uni, quant à eux, avaient notifié préalablement au Conseil leur intention de ne pas passer à la troisième phase de l'UEM, le 1^{er} janvier 1999.

Il a en outre été décidé que les cours-pivots du SME en vigueur le 2 mai serviront à fixer les taux de conversion bilatéraux irrévocables, le 1^{er} janvier 1999. Les banques centrales des Etats adoptant l'euro se sont engagées à veiller à ce que les cours de marché du 31 décembre 1998 soient identiques à ces cours-pivots. Ces décisions impliquent qu'entre les monnaies des onze pays participants, les écarts de taux d'intérêt à court terme (pour des débiteurs de qualité équivalente) et les écarts de cours de change par rapport aux cours-pivots disparaîtront totalement à la fin de 1998.

Les décisions du Conseil européen avaient déjà été anticipées par les marchés, comme le montre, entre autres, l'évolution du taux des futures à trois mois pour décembre 1998,

GRAPHIQUE 6 — TAUX DES FUTURES A TROIS MOIS POUR DECEMBRE 1998 : ECART VIS-A-VIS DU MARK ALLEMAND



Source : Reuters.

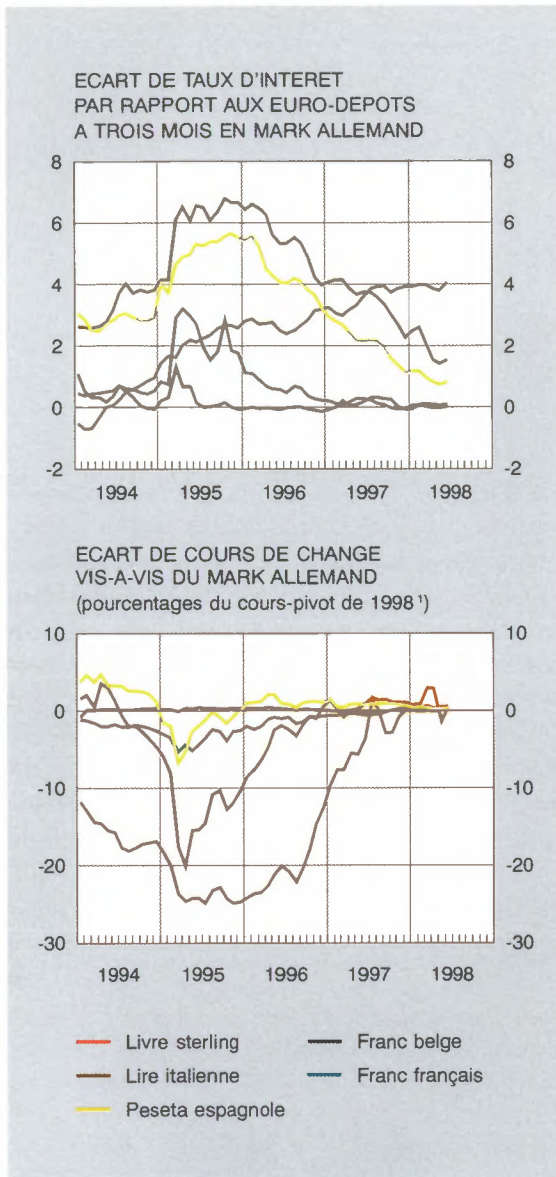
révélateurs des changements d'anticipations relatives à la participation à l'union monétaire. L'écart de taux d'intérêt de la peseta espagnole vis-à-vis du mark allemand, qui atteignait encore plus de 50 points de base au cours de l'été 1997, avait presque entièrement disparu en avril 1998. Celui de la lire italienne s'est également réduit fortement entre la fin de 1997 et la fin d'avril 1998. En réaction à l'incertitude qui avait encore entouré initialement la participation de l'Italie à l'UEM, l'écart avait cependant encore légèrement augmenté au cours des deux premiers mois de 1998. Il a toutefois diminué ensuite, revenant d'environ 30 points de base en février à 10 points de base en mars.

Dans ce contexte de confiance croissante, les monnaies participant au mécanisme de change du SME sont restées très proches de leurs cours-pivots à l'égard du mark allemand ou s'en sont encore rapprochées. A l'exception de la livre irlandaise, l'écart moyen de toutes les monnaies par rapport à leur cours-pivot vis-à-vis du mark a en effet été limité à moins de 1 p.c.

Simultanément, les écarts de taux d'intérêt à court terme vis-à-vis de l'Allemagne ont aussi continué à se réduire. Le groupe des pays adoptant l'euro pour lesquels cet écart avait déjà été ramené à moins de 100 points de base en 1997, à savoir l'Autriche, les Pays-Bas, la France, la Belgique, le Luxembourg et la Finlande, s'est élargi à l'Espagne en mars 1998 et au Portugal un mois plus tard. Bien que les taux d'intérêt à court terme aient été aussi orientés à la baisse en Irlande et surtout en Italie, les différentiels de taux avec l'Allemagne y sont restés relativement élevés.

En ce qui concerne la période postérieure aux décisions du 2 mai, l'annonce des cours bilatéraux de conversion qui seront d'application à partir de 1999 a d'ores et déjà fixé les cours de change à terme à l'échéance du 31 décembre 1998 au niveau des cours-pivots. Par conséquent, les écarts de cours de change au comptant par rapport aux cours-pivots sont devenus le simple reflet des écarts de taux d'intérêt pour les dépôts venant à échéance le 31 décembre 1998, écarts eux-mêmes essentiellement fonction des attentes relatives au rythme de la convergence des taux officiels. Au cours du mois de mai, il est apparu aux opérateurs financiers que cette convergence pourrait être moins rapide qu'ils ne l'avaient

GRAPHIQUE 7 — TAUX D'INTERET A COURT TERME ET COURS DE CHANGE DANS L'UNION EUROPEENNE



Source : BNB.
¹ 1992 pour la livre sterling.

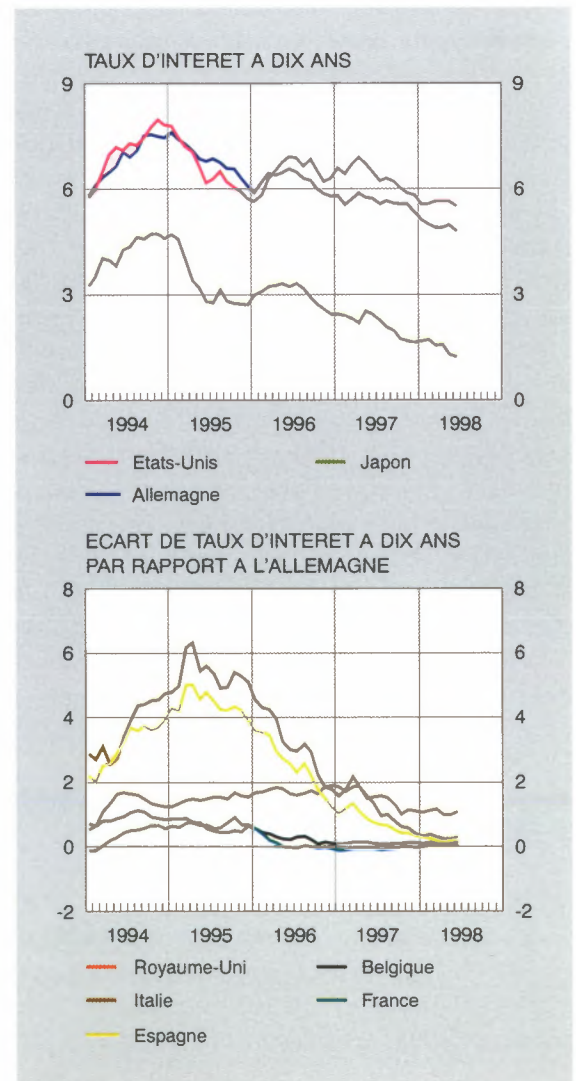
antérieurement prévu, en raison des particularités de la situation économique de certains pays.

Dans les pays de l'Union européenne qui ne participeront pas à l'UEM à partir du 1^{er} janvier 1999, les taux à court terme ont en général convergé également vers le niveau allemand, au cours des six premiers mois de 1998. Au Royaume-Uni, cependant, le taux des euro-dépôts en livre sterling est resté égal à plus du double du taux correspondant en mark allemand. En raison du risque d'inflation accru, la Banque

d'Angleterre a relevé, le 4 juin, contrairement aux attentes du marché, le taux d'intérêt officiel de 25 points de base, pour le porter à 7,5 p.c.

Les taux d'intérêt à long terme également n'ont subi que des fluctuations relativement limitées au cours de la première moitié de 1998. Aux Etats-Unis, la baisse des taux à long terme qui s'était amorcée au printemps de 1997 a pris fin en janvier 1998. Ces derniers sont restés à peu près stables au cours des mois suivants. Les taux d'intérêt à long terme allemands ayant entre-temps continué de se réduire progressivement, le différentiel d'intérêt entre les deux pays s'est de nouveau creusé, passant à quelque 70 points de base. Comme les taux d'intérêt à long terme, dans les autres pays de l'Union

GRAPHIQUE 8 — TAUX D'INTERET A LONG TERME



Sources : données nationales.

TABLEAU 2 — INDICES BOURSIERS

(pourcentages de variation entre deux moyennes mensuelles)

	Décembre 1992- décembre 1995	Décembre 1995- décembre 1996	Décembre 1996- décembre 1997	Décembre 1997- juin 1998
Etats-Unis (Standard & Poors 500)	12,2	20,9	29,5	14,9
Japon (Nikkei 225)	3,7	3,5	-20,8	-4,5
Royaume-Uni (FTSE 100)	9,6	10,6	26,0	14,9
Allemagne (FAZ 100)	11,0	21,2	37,5	32,0
France (CAC 40)	1,0	22,9	27,8	42,1
Belgique (BEL 20)	11,0	22,0	30,5	35,6

Sources : Bourses nationales.

européenne, ont diminué plus rapidement qu'en Allemagne, les taux en Europe ont, en revanche, convergé davantage. La tendance à la baisse des taux à long terme dans l'Union européenne a résulté, entre autres, de la persistance de taux d'inflation peu élevés et de la recherche d'obligations de qualité, à la suite de la crise asiatique.

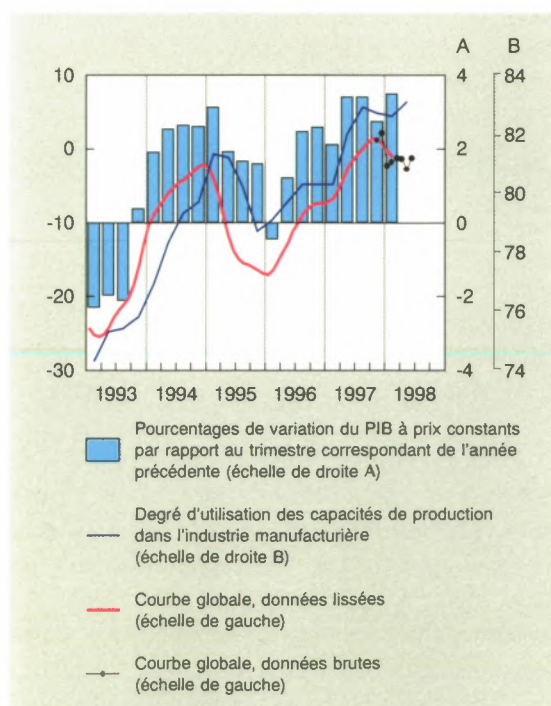
En raison, entre autres, des bas niveaux des taux à long terme, les cours des actions ont fortement augmenté sur la plupart des bourses européennes depuis la seconde moitié de 1995. Au cours des six premiers mois de 1998, les principaux indices boursiers européens – CAC 40, FAZ 100 et FTSE 100 – ont enregistré une hausse moyenne de 30 p.c., contre des hausses annuelles moyennes de 18 et 30 p.c., respectivement, en 1996 et 1997. Aux Etats-Unis également, les cours boursiers ont continué à progresser sensiblement, mais moins qu'en Europe. Cette évolution contraste avec la situation de la bourse japonaise. Après un recul d'un peu plus de 20 p.c. dans le courant de 1997, le Nikkei 225 a de nouveau perdu 4,5 p.c. au cours des six premiers mois de 1998.

2. ACTIVITE ECONOMIQUE

Le dynamisme de l'activité observé en Belgique en 1997, qui s'était traduit par une croissance du PIB en volume de 2,9 p.c., s'est poursuivi au printemps 1998. Entre les premiers trimestres de 1997 et de 1998, la hausse du PIB a en effet atteint 3,5 p.c.

Différents facteurs conduisent néanmoins à relativiser quelque peu la vigueur reflétée par les chiffres du début de 1998. Dans de nombreux secteurs d'activité, le nombre de jours ouvrables pendant cette période a été supérieur à celui des trois mois correspondants de l'année précédente. Les conditions climatiques, qui influencent notamment l'activité dans la construction, ont été plus favorables que durant l'hiver 1997. Le salon bisannuel de l'automobile, dont l'incidence positive sur les dépenses de consommation privée

GRAPHIQUE 9 — EVOLUTION RECENTE DE L'ACTIVITE



Sources : ICN, BNB.

n'est pas négligeable au cours du premier semestre des années paires, a également contribué à accentuer le profil ascendant de l'activité au début de l'année 1998. Il est dès lors probable que le rythme de progression de l'activité se ralentira au cours des mois suivants. Certains indicateurs, comme les résultats des enquêtes de conjoncture, montrent d'ailleurs que la croissance de l'activité au deuxième trimestre aurait été moins soutenue qu'au début de l'année.

Pour l'ensemble de l'année 1998, la croissance du PIB à prix constants demeurerait néanmoins soutenue et atteindrait quelque 2,7 p.c. Le léger ralentissement par rapport à 1997 proviendrait exclusivement des exportations nettes de biens et services qui, pour la première fois depuis 1994, ne contribueraient plus à la progression du PIB. L'augmentation des exportations de biens et services, estimée à 4,8 p.c. en volume en 1998, bien que demeurant plus élevée que la hausse moyenne des quinze dernières années, serait inférieure d'un point de pourcentage à celle enregistrée l'année précédente. L'incidence négative de la crise asiatique sur la croissance des marchés à l'exportation de la Belgique ferait en effet plus que contrebalancer l'accélération de la demande intérieure chez ses principaux partenaires commerciaux. Les impor-

tations de biens et services croîtraient, quant à elles, au même rythme que l'année précédente, soit 5,1 p.c., principalement en raison de la croissance élevée des catégories de dépenses intérieures à fort contenu importé.

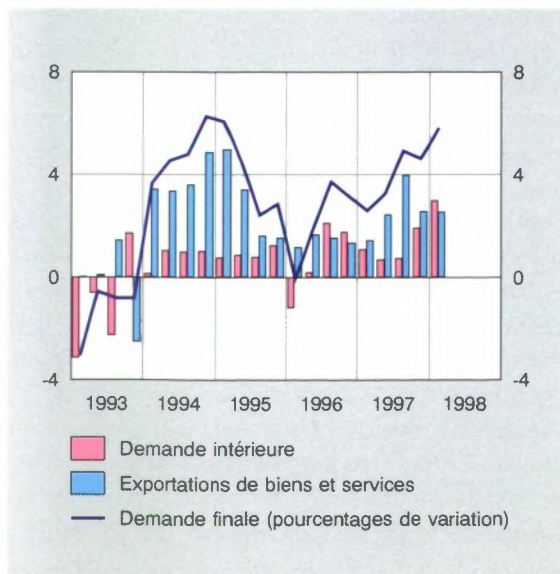
A l'instar de la situation prévalant dans la plupart des économies de l'Union, l'augmentation de la demande intérieure s'accélérait nettement et atteindrait 3,2 p.c. en volume. Compte tenu du dynamisme retrouvé de la demande intérieure, la phase de croissance entamée en 1996, qui avait dans un premier temps essentiellement pris appui sur une demande extérieure vigoureuse, repose en 1998 sur une base plus large. Ce sont les dépenses de consommation privée et la formation brute de capital fixe des entreprises, dont la progression s'accélérait d'un point de pourcentage par rapport à l'année précédente, qui expliquent ce dynamisme.

Pour la quatrième année consécutive, les investissements des entreprises augmenteraient à un rythme supérieur à celui du PIB. En progressant d'environ 5 p.c. en volume en 1998, leur croissance devrait atteindre quelque 20 p.c. depuis 1994, année au cours de laquelle ils avaient atteint un creux. La formation brute de capital fixe des entreprises s'établirait à un niveau encore inégalé dans le passé. Les principaux déterminants des investissements des entreprises continuent en effet d'évoluer favorablement : l'activité économique progresse, de même que les bénéfices des entreprises, et le coût de financement par l'emprunt des investissements demeure faible.

Tant les entreprises industrielles que non industrielles augmenteraient leurs dépenses d'investissements. Ainsi, bien que la conjoncture se soit ralentie ces derniers mois dans l'industrie manufacturière, en particulier pour les branches orientées vers les marchés extérieurs, les entreprises n'ont pas reporté leurs projets d'investissements. Au contraire, d'après l'enquête semestrielle de mai 1998 auprès des entreprises manufacturières, celles-ci auraient l'intention d'accroître davantage leur formation brute de capital fixe en 1998 qu'au cours de l'année précédente. Les résultats de cette enquête sont en outre meilleurs que ceux de l'enquête précédente. Une accélération prononcée serait aussi enregistrée pour les investissements des entreprises non industrielles, dont les perspectives

GRAPHIQUE 10 — COMPOSANTES DE LA DEMANDE FINALE

(contribution en points de pourcentage à la croissance de la demande finale par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

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

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

	1995	1996	1997	1998 e
Consommation privée ¹	1,4	1,6	2,1	3,0
Logements	2,8	-4,0	4,9	4,0
Dépenses publiques .....	...	0,2	2,6	2,2
Consommation publique	0,9	1,8	0,9	1,5
Investissements publics	-8,3	-14,2	21,4	8,7
Formation brute de capital fixe des entreprises ²	5,1	4,7	4,1	5,0
Total des dépenses intérieures finales	1,7	1,5	2,6	3,2
Exportations de biens et services	⁴	3,2	5,9	4,8
Total des dépenses finales	⁴	2,2	4,1	3,9
Importations de biens et services	⁴	2,8	5,1	5,1
Exportations nettes de biens et services ³	0,7	0,4	0,8	...
PIB avant ajustements statistiques et variation des stocks	2,3	1,8	3,3	3,0
Ajustements statistiques et variation des stocks ³	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
PIB	2,1	1,5	2,9	2,7

Sources : ICN, BNB.

¹ Données hors ajustements statistiques.

² A l'exclusion de la variation des stocks.

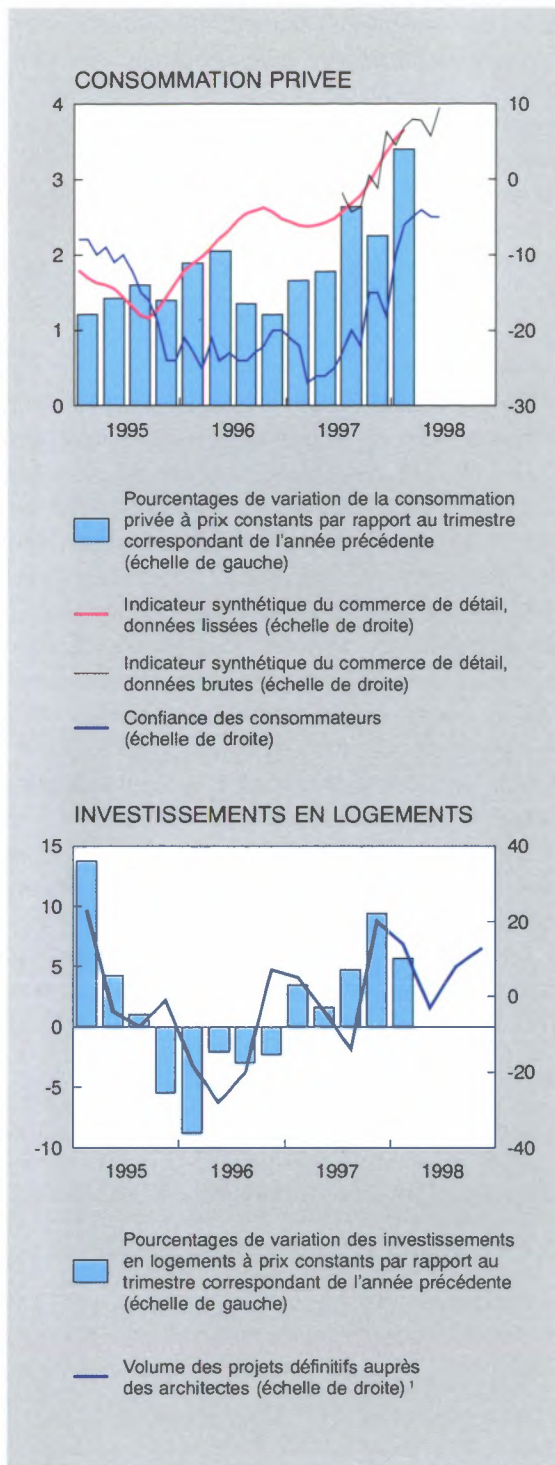
³ Contribution à la variation du PIB.

⁴ En raison de ruptures de séries dans les flux bruts des exportations et importations entre 1994 et 1995, causées par l'introduction d'un nouveau système de collecte des données pour l'établissement de la balance des paiements et par l'application des recommandations de la cinquième édition du manuel de la balance des paiements du FMI, le pourcentage de variation en 1995 est peu significatif.

de vente sont liées en grande partie à celles des dépenses intérieures.

La progression des dépenses de consommation a été particulièrement élevée au début de l'année. Au premier trimestre de 1998, elle aurait atteint 3,7 p.c. en volume par rapport à la période correspondante de 1997. Compte tenu notamment de la disparition de l'incidence stimulante du salon de l'automobile sur les ventes de voitures, ce rythme de croissance devrait toutefois se ralentir quelque peu au cours des prochains mois. Au total, la hausse de la consommation privée en 1998 atteindrait 3 p.c. en volume, contre 2,1 p.c. en 1997. Cette accélération irait de pair avec la hausse plus prononcée du revenu disponible en termes réels des particuliers, qui, pour la première fois depuis cinq ans, a été supérieure à 2 p.c. Contrairement aux années précédentes, le taux d'épargne ne diminuerait que faiblement : il s'établirait à 15,1 p.c. en 1998, en recul de 0,4 point par rapport à l'année précédente.

Dans l'ensemble, les principaux déterminants des dépenses en logements, à savoir l'évolution du revenu disponible, des taux d'intérêt des crédits hypothécaires et des prix des constructions résidentielles, sont restés favorablement orientés. L'évolution décalée de trois trimestres du volume des projets définitifs auprès des architectes confirme le profil ascendant de la demande de nouveaux logements. Par ailleurs, les achats sur le marché secondaire, qui jouent dans la formation brute de capital fixe des particuliers à concurrence du montant des droits et frais d'enregistrement et qui influencent positivement le montant des dépenses de transformation, devraient également progresser en 1998. Les indications disponibles montrent une nette hausse pour les premiers mois de l'année en cours. La progression des investissements en logements a atteint 5,7 p.c. au premier trimestre de 1998. Ce dynamisme résulte sans doute en partie de l'avancement de certains travaux, lié à l'expiration, le 30 juin 1998, des mesures de diminution des taux de TVA sur la construction de certaines



Sources : ICN, BNB.

¹ Soldes des réponses à l'enquête trimestrielle auprès des architectes, retardés de trois trimestres.

catégories de logements. Ce facteur pourrait avoir un effet inverse au second semestre, de sorte qu'au total, sur l'année, les dépenses en logements augmenteraient de quelque 4 p.c.

Le ralentissement important de la progression des investissements publics, de 21,4 p.c. en 1997 à 8,7 p.c. en 1998, proviendrait uniquement de la méthode de comptabilisation des ventes de bâtiments publics, qui sont, conformément à la méthodologie des comptes nationaux, comptabilisées comme des désinvestissements. A l'exclusion de l'incidence de celles-ci, la formation brute de capital fixe des pouvoirs publics s'accélérait de près de 3 points en 1998, en raison des investissements que les pouvoirs locaux réaliseraient dans la perspective des prochaines élections. La progression de la consommation publique resterait, quant à elle, limitée à 1,5 p.c. Les origines de cette hausse seraient différentes de celles du passé récent. Ce seraient en effet les achats de biens et services qui progresseraient le plus rapidement, soutenus par diverses mesures prises au niveau fédéral pour améliorer le fonctionnement de l'appareil judiciaire et de police.

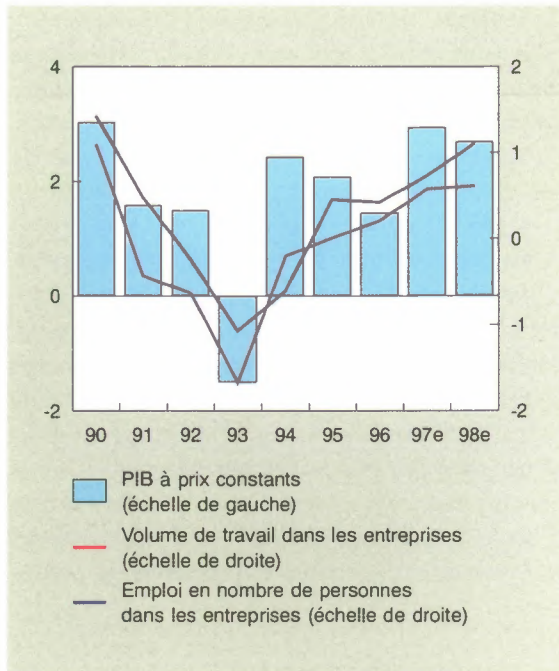
3. MARCHÉ DE L'EMPLOI

Malgré le léger ralentissement de la croissance, le volume de travail dans les entreprises augmenterait de 0,6 p.c. en moyenne en 1998, soit une progression comparable à celle de l'année précédente. En 1997, l'accroissement du volume de travail avait en partie été absorbé par le personnel déjà en place, notamment par le biais d'un moindre recours au chômage temporaire pour raisons économiques. Ce serait beaucoup moins le cas en 1998, de sorte que l'augmentation du volume de travail donnerait lieu à davantage de créations d'emplois. De plus, le temps partiel devrait se développer à un rythme plus rapide que l'année précédente. Au total, le nombre de personnes occupées augmenterait de 1,1 p.c. en moyenne en 1998, contre une croissance de 0,7 p.c. en 1997; la progression de l'emploi salarié passerait de 0,9 à 1,4 p.c.

Les créations nettes d'emplois se font de plus en plus dans des statuts dits atypiques, c'est-à-dire qui s'écartent du modèle de l'emploi salarié à temps plein. Selon les résultats pour 1997 de l'enquête sur les forces de travail de l'INS, 6,2 p.c. des salariés avaient un contrat de travail à durée déterminée, dont un quart pour cause de formation ou de période d'essai. Le travail intérimaire constitue une modalité particulière des emplois temporaires, qui progresse année

GRAPHIQUE 12 — ACTIVITE ET EMPLOI

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



Sources : ICN, MET, BNB.

après année, même lorsque le volume global de travail salarié se réduit. En 1997, le travail intérimaire a absorbé plus de la moitié de l'augmentation du travail salarié et représentait, avec 52.000 équivalents temps plein, 2,2 p.c. de

l'emploi salarié dans les entreprises. Le nombre de personnes qui ont un contact avec le marché du travail par l'intermédiaire du travail intérimaire est toutefois largement plus important. Au total, près de 250.000 personnes, soit 5,8 p.c. de la population active, ont effectué au moins une mission d'intérim en 1997, contre 4 p.c. en 1994. Au cours des cinq premiers mois de 1998, le nombre d'heures de travail prestées par des intérimaires a encore augmenté de 17 p.c. par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Ces développements reflètent principalement le changement de politique de recrutement des employeurs. Ils n'augmentent toutefois pas dans la même mesure la flexibilité de l'ensemble du marché du travail puisqu'une partie importante des emplois temporaires et, notamment, des emplois intérimaires donne lieu par la suite à des engagements définitifs. Par ailleurs, ils permettent à davantage de personnes de garder un contact direct avec le marché du travail et ainsi de conserver, voire d'augmenter, leur capacité d'insertion professionnelle. Les pouvoirs publics s'inscrivent également dans cette philosophie, en favorisant la mise au travail de chômeurs de longue durée. Les programmes de transition professionnelle et les emplois « Smet » facilitent le financement d'emplois de durée limitée par l'activation des allocations de chômage. Ces

TABLEAU 4 — EMPLOIS SALARIES DANS LES ENTREPRISES

(variations en milliers d'unités)

	1994	1995	1996	1997
Total des emplois salariés				
Nombre de personnes occupées au 30 juin	-20	17	11	10
Nombre d'équivalents temps plein (moyennes annuelles)	-5	-3	2	14
dont : Emplois temporaires en nombre de personnes occupées	4	8	18	14
p.m. Importance dans le total des emplois salariés (pourcentages)	(5,1)	(5,3)	(5,9)	(6,2)
dont : Travail intérimaire en équivalents temps plein (moyennes annuelles)	7	6	3	8
p.m. Nombre de personnes qui ont effectué une mission d'intérimaire au cours de l'année (pourcentages de la population active)	(4,0)	(4,5)	(4,9)	(5,8)
dont : Emplois à temps partiel en nombre de personnes occupées	3	23	14	19
p.m. Importance dans le total des emplois salariés (pourcentages)	(14,1)	(15,0)	(15,6)	(16,3)

Sources : MET, INS (Enquêtes sur les forces de travail), Union professionnelle des entreprises de travail intérimaire (Upedi), BNB.

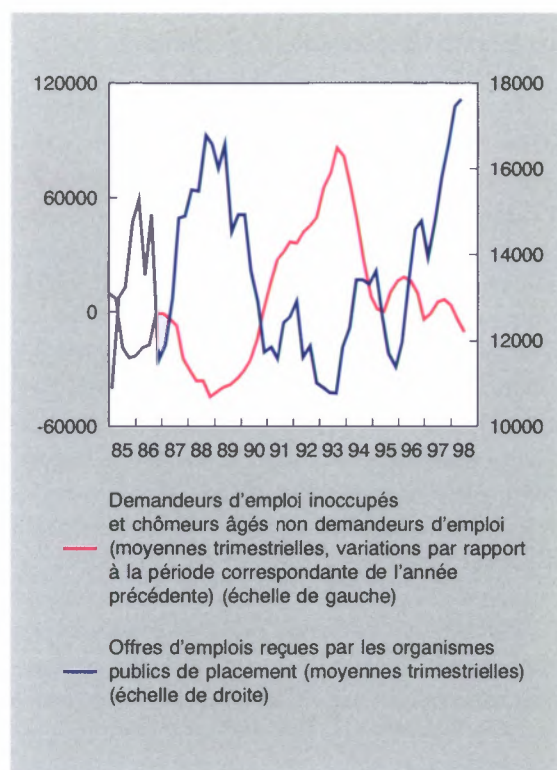
emplois temporaires doivent être consacrés à des besoins qui ne sont actuellement pas ou plus satisfaits et sont censés favoriser une réinsertion définitive dans le marché du travail.

Le nombre total d'emplois augmenterait en 1998 pour la quatrième année consécutive. Depuis le creux observé en 1994, près de 90.000 postes de travail ont été créés, portant l'emploi au 30 juin 1998 à 3.815.000 unités, soit un niveau proche du sommet enregistré en 1991.

Entre la mi-1997 et la mi-1998, le nombre de personnes occupées s'est accru de 41.000 unités. Durant la même période, la population active aurait augmenté de 6.000 unités. Cependant, 17.000 chômeurs âgés se sont retirés du marché du travail. Ce mouvement, en cours depuis février 1996, se poursuivrait au cours des prochains mois. L'assouplissement des conditions minimales à remplir en matière d'âge, de durée de chômage et de degré d'aptitude au travail avait eu pour conséquence immédiate, au début de 1996, d'augmenter de 30.000 unités le nombre de chômeurs pouvant demander le statut de chômeur âgé non demandeur d'emploi. A cet effet direct, qui a été amorti en quelques mois dans le courant de 1996, s'ajoute un effet plus durable d'élargissement de la cohorte des chômeurs qui, mois après mois, remplissent les conditions d'accès à ce statut. A défaut d'une réduction substantielle du chômage, qui tarirait cet afflux supplémentaire de chômeurs âgés, le nombre de ceux-ci augmentera encore jusqu'à ce que les sorties augmentent à leur tour, lorsque ces nouveaux chômeurs âgés auront atteint l'âge normal de la pension. La population active aurait néanmoins augmenté, en raison d'une progression autonome de 23.000 unités, à la suite de l'accroissement de la population en âge de travailler, de la participation structurellement en hausse des femmes au marché du travail, et de la diminution en cours depuis le début des années nonante du nombre de prépensionnés.

La progression de l'emploi a non seulement permis d'absorber cette augmentation autonome de la population active, elle a aussi entraîné, à hauteur de 18.000 personnes, un recul du chômage. Globalement, on recensait, à la mi-1998, 35.000 chômeurs de moins qu'un an plus tôt. Le taux de chômage harmonisé a ainsi diminué, revenant de 9,3 p.c. en juin 1997 à 8,8 p.c. un an plus tard.

GRAPHIQUE 13 — CHOMAGE ET OFFRES D'EMPLOIS



Source : ONEM.

En dépit de cette réduction, le niveau du chômage reste élevé. Le nombre d'offres d'emploi reçues par les organismes publics de placement a pourtant fortement progressé, jusqu'à atteindre un sommet de plus de 17.000 offres par mois en moyenne les cinq premiers mois de 1998. Dans la mesure où ces offres ne sont que partiellement satisfaites, malgré la réserve de personnes inoccupées et disponibles, cette situation indique un manque d'appariement entre les emplois offerts et demandés. Celui-ci peut s'expliquer par une différence entre les qualifications ou les expériences exigées par les employeurs et celles disponibles parmi les demandeurs d'emploi, par une inadéquation entre les conditions de travail offertes et les attentes des travailleurs, ou par un éloignement géographique. D'autres indicateurs reflètent également ce phénomène. Dans les enquêtes de la Banque sur l'utilisation des capacités de production, environ 7 p.c. des entreprises font état, depuis le troisième trimestre de 1997, d'un manque de main-d'œuvre qualifiée, soit la proportion la plus élevée depuis plus de 15 ans, à l'exception des années 1989 et 1990. Des difficultés sont aussi apparues pour

satisfaire les emplois offerts dans le cadre des mesures récentes d'activation des allocations de chômage, tels que les programmes de transition professionnelle et les emplois « Smet ».

C'est donc dans un contexte de rigidité à la baisse du chômage que le plan d'action belge pour l'emploi a été présenté en avril 1998 dans le cadre de la procédure européenne. De même que les dix-neuf lignes directrices arrêtées par les Etats membres à Luxembourg s'inscrivent dans la continuité des axes définis dès 1994 à Essen, le plan d'action constitue le prolongement des politiques menées depuis plusieurs années, avec toutefois des accents nouveaux. Le plan d'action a été l'occasion d'établir une meilleure coordination entre le gouvernement fédéral et les régions et communautés; il a aussi été précédé de discussions avec les partenaires sociaux.

Par ailleurs, certaines mesures en faveur de l'emploi ont été modifiées afin qu'elles concourent davantage avec les objectifs des lignes

directrices. Ainsi, en matière d'insertion des jeunes et des chômeurs de longue durée sur le marché du travail, diverses modalités du plan d'accompagnement des chômeurs ont été adaptées par un accord de coopération entre l'autorité fédérale, les communautés et les régions. De même, certaines conditions à l'octroi de réductions de charges pour l'embauche de chômeurs de longue durée ont été rendues plus conformes aux conditions d'âge et de durée du chômage retenues dans les lignes directrices. Dans le même cadre, les partenaires sociaux se sont mis d'accord pour réserver une attention particulière à la formation des travailleurs et des demandeurs d'emploi.

Les mesures d'activation des allocations de chômage s'inscrivent également dans les objectifs de plusieurs lignes directrices, comme l'insertion des chômeurs de longue durée, le développement de nouvelles activités rencontrant des besoins collectifs de société et le passage de mesures passives à des mesures actives.

TABLEAU 5 — DEMANDE ET OFFRE D'EMPLOIS

	1993	1994	1995	1996	1997 e	1998 e
<i>Variations en milliers d'unités (données au 30 juin)</i>						
I. Population active	35	8	21	5	8	6
p.m. Taux d'activité	(63,8)	(63,9)	(64,2)	(64,2)	(64,3)	(64,4)
II. Emploi	-40	-35	19	16	13	41
Entreprises ¹	-36	-24	21	16	12	42
Pouvoirs publics	-4	-13	-2	-1	1	-1
Travail frontalier (solde) .....	...	2	...	1	...	...
III. Chômage (I-II)	76	43	1	-10	-4	-35
p.m. Taux de chômage ²	(8,8)	(10,1)	(9,8)	(9,7)	(9,3)	(8,8)
<i>Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente (moyennes annuelles)</i>						
Nombre de personnes occupées dans les entreprises	-1,1	-0,6	0,5	0,4	0,7	1,1
Volume de travail dans les entreprises ^{1,3}	-1,7	-0,2	...	0,2	0,6	0,6

Sources : MET, 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 travail à temps partiel et du chômage temporaire.

4. PRIX, COÛTS ET REVENUS

nouvelle mesure n'a, en revanche, été prise en 1997 et 1998.

Prix

L'inflation, qui atteignait encore 1,6 p.c. pour l'ensemble de l'année 1997, est revenue à 1,2 p.c. en moyenne au cours des six premiers mois de 1998. Ce ralentissement résulte, entre autres, de la disparition de l'effet exercé par les hausses de la fiscalité indirecte. En effet, diverses augmentations avaient eu lieu en 1996, qui avaient fait progresser l'inflation de 0,2 point de pourcentage en moyenne en 1997. Plus aucune

La baisse des prix des produits énergétiques a aussi apporté une contribution importante au ralentissement de l'inflation. Cette baisse trouve son origine dans le net recul du prix du pétrole sur les marchés internationaux. Alors que le baril de pétrole brut cotait encore 24 dollars en moyenne en janvier 1997, son prix n'atteignait plus que 13,5 dollars en mars 1998. Cette forte chute de prix a résulté d'une surproduction relative par les pays de l'OPEP, dans un contexte de faiblesse de la demande mondiale, due à

TABLEAU 6 — PRIX A LA CONSOMMATION

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

	Total	Dont :					Indice-santé ¹	Inflation sous-jacente ²
		Produits énergétiques	Produits alimentaires	Autres biens	Services	Loyers		
1993	2,8	3,6	-0,8	2,8	3,8	5,3	—	2,9
1994	2,4	0,9	1,8	2,4	2,6	4,6	—	2,4
1995	1,5	-0,6	1,2	1,3	2,0	2,9	1,6	1,6
1996	2,1	6,1	0,6	1,2	2,3	2,5	1,7	1,7
1997	1,6	4,0	2,2	0,7	1,5	1,7	1,3	1,3
1998 Premier semestre	1,2	-3,0	3,3	0,4	2,2	1,2	1,5	1,4
1998 Janvier	0,4	-4,0	1,0	0,1	1,7	1,3	0,6	1,4
Février	0,7	-3,3	1,8	0,1	2,2	1,3	1,0	1,3
Mars	1,0	-2,8	3,5	0,1	2,0	1,3	1,3	1,4
Avril	1,5	-2,1	5,1	0,2	2,1	1,2	1,8	1,4
Mai	1,9	-2,4	4,9	0,9	2,5	1,2	2,2	1,5
Juin	1,6	-3,4	3,9	1,0	2,5	1,1	2,0	1,5
<i>Variations à l'exclusion des modifications de la fiscalité indirecte</i>								
1993	2,4	0,4	-0,7	2,9	3,7	5,3	—	2,9
1994	1,6	-2,4	1,7	1,4	2,2	4,6	—	1,8
1995	1,5	-0,8	1,2	1,3	2,0	2,9	1,6	1,6
1996	1,5	3,9	0,5	0,9	1,9	2,5	1,4	1,3
1997	1,4	2,7	1,8	0,8	1,4	1,7	1,4	1,3
1998 Premier semestre	1,2	-3,0	3,3	0,4	2,2	1,2	1,5	1,4
1998 Janvier	0,4	-4,0	1,0	0,1	1,7	1,3	0,6	1,4
Février	0,7	-3,3	1,8	0,1	2,2	1,3	1,0	1,3
Mars	1,0	-2,8	3,5	0,1	2,0	1,3	1,3	1,4
Avril	1,5	-2,1	5,1	0,2	2,1	1,2	1,8	1,4
Mai	1,9	-2,4	4,9	0,9	2,5	1,2	2,2	1,5
Juin	1,6	-3,4	3,9	1,0	2,5	1,1	2,0	1,5

Sources : MAE, BNB.

¹ Inflation, à l'exclusion de l'incidence des hausses de prix des produits jugés nuisibles pour la santé – à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel –, de la cotisation sur l'énergie introduite par la loi du 22 juillet 1993 et de la taxe compensatoire des accises frappant les véhicules diesel, qui est entrée en vigueur en janvier 1996.

² Inflation, une fois exclue l'influence des produits énergétiques, des pommes de terre et des fruits et légumes.

l'hiver clément et à l'incidence de la crise asiatique. Ensuite, la cotation du pétrole brut sur les marchés mondiaux a de nouveau augmenté légèrement, lorsqu'un certain nombre de pays producteurs, dont l'Arabie saoudite, le Mexique et le Venezuela, ont annoncé qu'ils allaient réduire quelque peu leur production. Sur les six premiers mois en moyenne, le prix du pétrole a néanmoins été inférieur de 29 p.c. à celui d'un an auparavant. L'appréciation du dollar n'a que partiellement compensé l'effet de cette baisse sur les prix à l'importation, exprimés en francs, des produits énergétiques, qui ont été, au cours de la même période, inférieurs de plus d'un cinquième à ceux de 1997. L'évolution des prix du pétrole exerce une influence indéniable sur celle des prix des produits énergétiques repris dans l'indice des prix à la consommation; cet effet est toutefois tempéré, car les produits énergétiques, entre autres l'électricité, ne suivent pas tous l'évolution de prix du pétrole brut et les accises occupent une place importante dans le prix à la consommation de l'essence et du diesel.

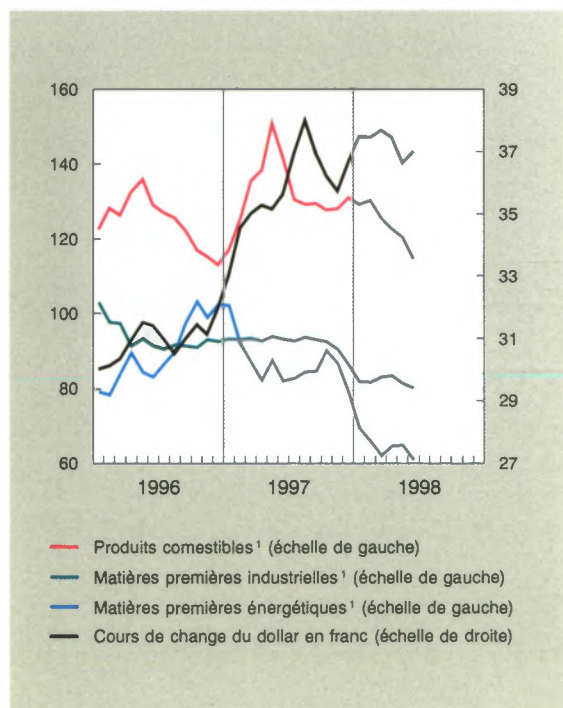
En janvier et février 1998, l'inflation a en outre encore été limitée par l'augmentation

modérée des prix des produits alimentaires. Au cours des premiers mois de 1997, l'hiver rigoureux avait en effet poussé à la hausse les prix des légumes. Cette année, les conditions climatiques ayant été meilleures, les prix se sont situés à un niveau normal. A partir de mars, la progression des prix des produits alimentaires s'est de nouveau accélérée. Ce phénomène est dû toutefois en partie à des facteurs techniques liés à l'introduction d'un nouvel indice des prix à la consommation.

Depuis le début de 1998, l'inflation en Belgique est en effet mesurée à l'aide d'un nouvel indice national des prix à la consommation, dans lequel l'importance des divers postes de dépenses a été actualisée sur la base des résultats de l'enquête sur les budgets des ménages de juin 1995-mai 1996. En outre, d'autres modifications d'ordre méthodologique ont été apportées pour obtenir une mesure plus précise de l'inflation. Une nouvelle année de base, à savoir 1996, a aussi été adoptée. Les modifications de prix entre 1998 et 1997 sont calculées en divisant le niveau du nouvel indice pour un mois donné de 1998 par celui de l'ancien indice pour le mois correspondant de 1997, et en multipliant ce résultat par un coefficient de conversion identique pour chaque mois. Comme les divergences de profil saisonnier entre l'ancien et le nouvel indice ne sont pas prises en compte, l'évolution des prix peut être biaisée tantôt à la hausse, tantôt à la baisse, selon les mois. Une certaine prudence dans l'interprétation du profil mensuel de l'inflation s'impose donc. De manière plus générale, l'introduction du nouvel indice aurait pour conséquence que l'inflation est surestimée au cours du deuxième trimestre et quelque peu sous-estimée le reste de l'année. Le taux d'inflation plutôt élevé – en tout cas en comparaison du passé récent – du mois de mai est, par conséquent, dû pour l'essentiel à ces facteurs techniques et n'indique en rien une résurgence de l'inflation. Pour l'année 1998 dans son ensemble, le passage au nouvel indice n'aurait toutefois guère d'influence sur l'inflation.

GRAPHIQUE 14 — PRIX DES MATIERES PREMIERES

(indices 1990 = 100)



Sources : HWWA, BNB.

¹ Exprimés en dollar.

reflétant mieux la tendance fondamentale de la hausse des prix. L'inflation sous-jacente ainsi définie a atteint 1,5 p.c. en juin 1998 et est par là proche du niveau de 1997. La tendance fondamentale de l'inflation est donc favorable depuis un certain temps déjà. Aucune accélération notable n'est en outre prévue, étant donné l'évolution attendue des principales composantes des coûts, à savoir les prix à l'importation et les coûts salariaux.

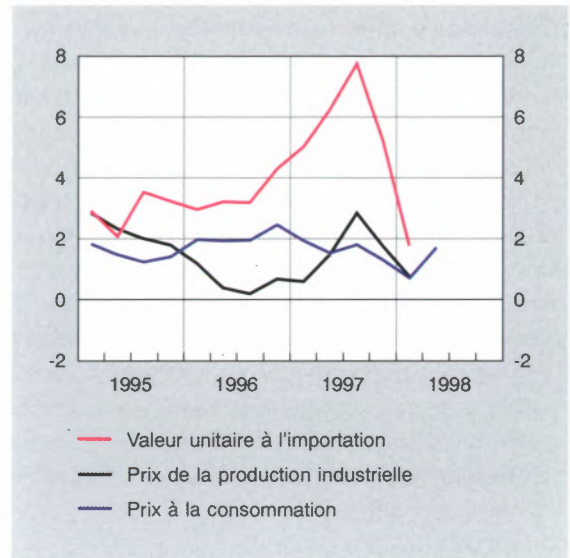
En effet, comme on l'explique plus loin, l'augmentation des coûts salariaux par unité produite serait très limitée en 1998. En outre, le taux d'augmentation des prix à l'importation a considérablement ralenti au dernier trimestre de 1997 et, surtout, au premier trimestre de 1998, après s'être constamment accéléré au cours des six trimestres précédents. A cet égard, il peut paraître étonnant que cette hausse des prix à l'importation n'ait pas eu plus d'effet sur l'inflation des derniers mois. Cela est peut-être lié à deux facteurs. En premier lieu, la composition des importations, d'une part, et celle de la consommation, d'autre part, sont très différentes. Cette dernière comporte une part considérable de services et comprend, en outre, uniquement des produits finis. Dans les importations, en revanche, les biens, spécialement les biens intermédiaires, prennent la place la plus importante. Par conséquent, les fluctuations des prix à l'importation se reflètent davantage dans les prix de la production industrielle ou des exportations, qui elles-mêmes concernent pour une bonne part des biens intermédiaires. Un deuxième élément pouvant expliquer le faible lien existant à court terme entre les prix à l'importation et l'inflation est la répercussion incomplète, ce qui signifie que les modifications de coûts ne sont que partiellement répercutées dans les marges bénéficiaires.

Au total, l'inflation sous-jacente pour l'année 1998 dans son ensemble s'élèverait à quelque 1,5 p.c. En raison de la forte diminution des prix des produits énergétiques, l'inflation totale pourrait être un peu moins élevée et atteindre 1,2 p.c.

La Belgique faisant partie des pays qui participeront dès le début à l'UEM, la comparaison de l'évolution de l'inflation en Belgique avec celle de l'ensemble de l'UEM est d'une grande importance. La politique monétaire de la banque centrale européenne, dont l'objectif

GRAPHIQUE 15 — INDICES DES PRIX

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

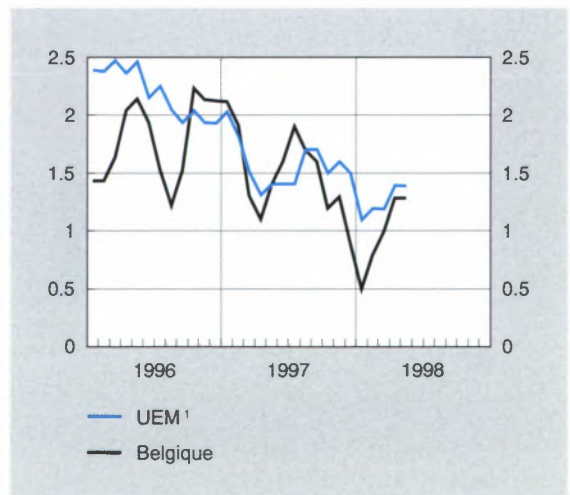


Sources : MAE, BNB.

principal est le maintien de la stabilité des prix, sera, en effet, axée sur l'inflation dans l'ensemble de la zone euro. Les instruments de la politique monétaire commune ne pourront être utilisés si l'inflation dérape dans un Etat membre. Les écarts par rapport à l'inflation du reste de la zone de l'UEM nuisent toutefois à la compétitivité. L'ap-

GRAPHIQUE 16 — INDICES HARMONISES DES PRIX A LA CONSOMMATION

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



Source : Eurostat.

¹ UE, à l'exclusion du Danemark, de la Grèce, du Royaume-Uni et de la Suède.

parition éventuelle d'écarts d'inflation doit donc être suivie de près et, si nécessaire, éliminée par un recours à l'éventail de mesures de politique économique dont chaque Etat membre continuera à disposer après la création de l'UEM.

A l'aide des indices harmonisés des prix à la consommation, l'on peut suivre l'évolution de l'inflation dans l'UE pour la période comprise entre le début de 1996 et mai 1998. Au cours de celle-ci, l'inflation en Belgique a presque constamment été inférieure à l'inflation globale dans la zone de l'UEM, exception faite de la période comprise entre octobre 1996 et février 1997 et des mois de juin et juillet 1997. Rien n'indiquant un changement dans un proche avenir, la politique monétaire commune qui sera menée à partir de janvier prochain paraît adaptée à la situation belge.

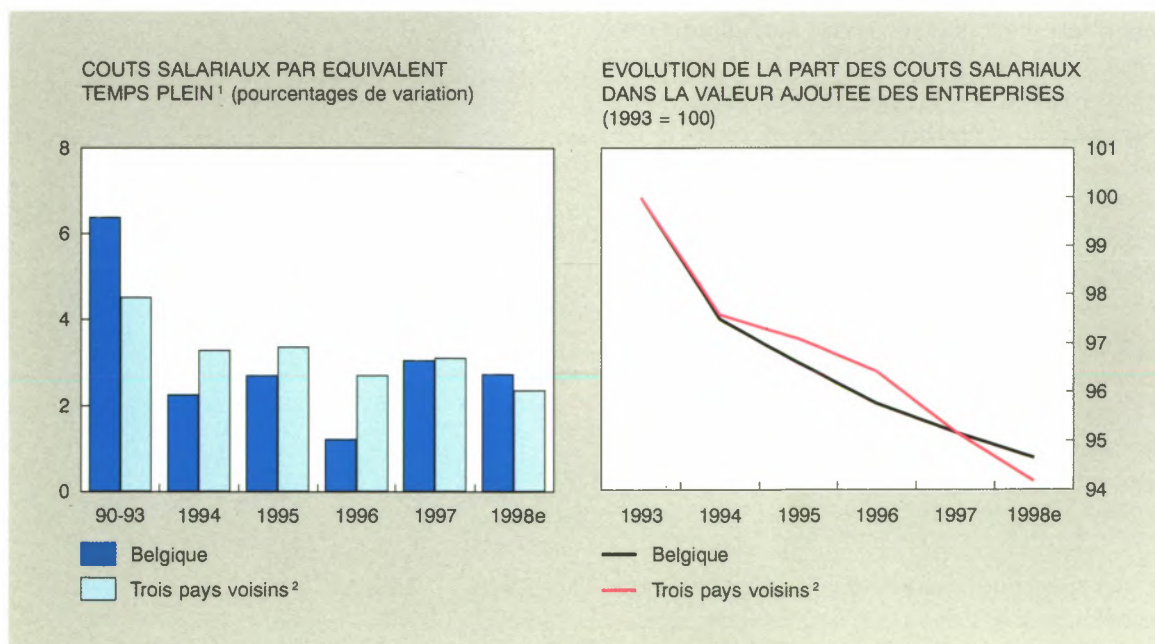
Coûts

Ces dernières années, l'évolution des coûts salariaux et la politique salariale ont fait l'objet d'une attention croissante dans l'ensemble de

l'UE, et ce pour deux raisons. D'une part, l'approche de l'UEM a encore mis davantage en évidence que l'évolution des coûts salariaux est un des principaux déterminants des évolutions des coûts et donc des prix relatifs. Les ajustements de cours de change ne pourront, en effet, plus être utilisés pour neutraliser d'éventuels dérapages des coûts. Bien que la Belgique, à l'instar de l'Allemagne, des Pays-Bas et de l'Autriche, n'ait en fait plus recouru à cet instrument depuis plus de dix ans, le nouveau contexte de l'UEM différera sur le plan qualitatif de la situation actuelle : tant que l'UEM n'était pas constituée, la possibilité théorique de recourir à l'instrument du cours de change demeurait. Cette possibilité disparaîtra définitivement à partir de janvier prochain.

D'autre part, la persistance d'un chômage élevé dans l'UE a fait davantage prendre conscience du fait qu'une approche globale du problème de l'emploi était nécessaire. Cela s'est manifesté non seulement dans l'élaboration de plans d'action spécifiques pour l'emploi, mais également dans les recommandations contenues dans les grandes orientations des politiques économiques

GRAPHIQUE 17 — COUTS SALARIAUX NOMINAUX EN BELGIQUE ET DANS LES TROIS PAYS VOISINS



Source : OCDE.

¹ La conversion des coûts salariaux par employé en coûts salariaux par équivalent temps plein est effectuée sur la base des résultats de l'enquête annuelle d'Eurostat sur les forces de travail, en particulier les résultats relatifs à la part du travail à temps partiel et au nombre d'heures prestées par les travailleurs à temps plein et à temps partiel.

² Moyenne pondérée des trois pays voisins (Allemagne, France et Pays-Bas).

des Etats membres et de la Communauté, adoptée lors du Conseil européen de Cardiff. Ces recommandations soulignent l'importance de conclure des accords salariaux compatibles avec l'objectif de stabilité des prix et la création d'un environnement favorable aux investissements et donc à l'emploi.

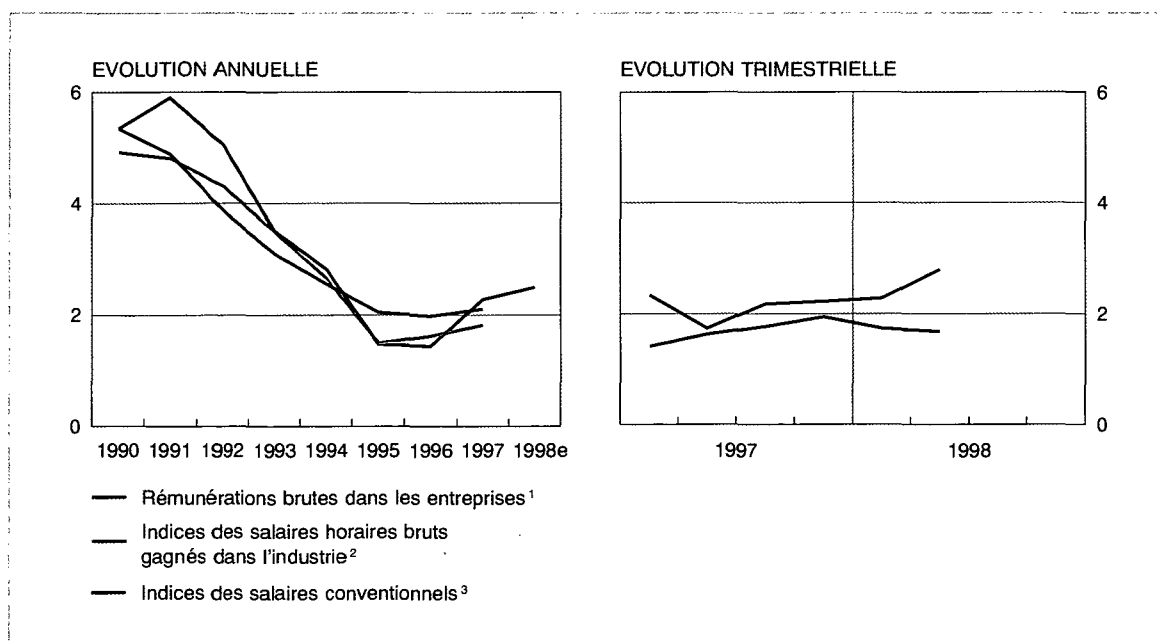
Aussi, en comparaison avec les premières années de la décennie actuelle, les coûts salariaux par équivalent temps plein se sont-ils mis à augmenter plus lentement, au cours des quatre dernières années, tant en Belgique que dans les trois pays voisins. La politique de modération salariale poursuivie depuis 1994, s'est ainsi traduite par une diminution régulière de la part des coûts salariaux dans la valeur ajoutée des entreprises. Cette évolution n'est cependant pas plus prononcée en Belgique que chez les trois pays voisins. Le renforcement de l'excédent brut d'exploitation des sociétés qui en découle devrait normalement concourir à accroître et ensuite à maintenir la rentabilité des investissements.

Dans les pays voisins, cette modération salariale a été réalisée grâce aux accords conclus entre partenaires sociaux, en partie sous la pression du niveau élevé et croissant du chômage. En Belgique, elle a résulté des interventions des pouvoirs publics, d'abord – au cours des années 1994-1996 – par le biais des mesures issues du plan global, ensuite par celui de la loi du 26 juillet 1996.

L'année 1997 a été la première année d'application des dispositions de cette loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. La loi prévoit que la hausse maximale des coûts salariaux par équivalent temps plein ne peut excéder la progression moyenne des coûts salariaux en termes nominaux en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. Elle prévoit à cet effet un mécanisme de correction en cas de dépassement de la norme. Les données actuellement disponibles pour vérifier le respect de la norme salariale reposent encore sur des estimations, étant donné que l'optique revenu des comptes nationaux pour

GRAPHIQUE 18 — EVOLUTION DES COUTS SALARIAUX NOMINAUX

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



Sources : MET, INS, BNB.

¹ L'évolution des rémunérations brutes par équivalent temps plein correspond à la somme des lignes « indexations » et « adaptations conventionnelles » du tableau 7.

² Indices des salaires horaires bruts gagnés dans l'industrie par les ouvriers masculins âgés de 21 ans et plus (enquête trimestrielle de l'INS).

³ Moyenne pondérée des indices généraux du MET, relatifs aux salaires conventionnels des ouvriers et employés.

l'année 1997 n'est pas encore disponible. Les données de l'OCDE sur l'évolution des rémunérations par employé dans le secteur des entreprises converties en équivalent temps plein semblent toutefois confirmer le fait que la hausse des coûts salariaux par équivalent temps plein en 1997 n'aurait pas excédé celle enregistrée en moyenne dans les trois pays voisins. Cette conclusion figure dans le premier rapport technique sur l'évolution des coûts salariaux du Conseil central de l'économie. Ce Conseil avait ainsi conclu que, dans ces conditions, il n'existait aucun motif pour appliquer le mécanisme correcteur prévu par la loi.

L'appréciation de l'évolution des coûts salariaux en 1998 ne peut se baser que sur des éléments encore très partiels, tels que les indices des salaires bruts publiés par le Ministère fédéral de l'emploi et du travail et par l'INS. L'indice des salaires conventionnels couvre l'évolution des salaires des ouvriers et des employés tels qu'ils résultent de la négociation au niveau sectoriel dans les diverses commissions et sous-commissions paritaires. Cet indice permet d'appréhender la part de l'évolution des salaires nominaux qui résulte de la négociation sectorielle, laquelle joue un rôle essentiel dans le modèle belge de

formation des salaires. En revanche, l'indice des salaires horaires bruts des ouvriers de 21 ans et plus dans l'industrie résulte d'une enquête effectuée par l'INS auprès d'un échantillon d'entreprises. Cet indice est moins exhaustif que celui des salaires conventionnels mais permet d'appréhender en partie les adaptations négociées au sein des entreprises. Ces deux indices indiquent une progression des rémunérations brutes au premier semestre de 1998 par rapport au semestre correspondant de 1997, de 1,7 et 2,5 p.c., respectivement.

Pour l'ensemble de l'année 1998, l'augmentation de la rémunération brute par équivalent temps plein résultant des adaptations conventionnelles et des mécanismes d'indexation serait de 2,5 p.c., contre 2,3 p.c. en 1997. L'indexation des salaires s'élèverait, comme en 1997, à 1,5 p.c. et les adaptations conventionnelles résultant des accords salariaux conclus au printemps 1997 contribueraient à une augmentation des coûts salariaux par équivalent temps plein de l'ordre de 1 p.c. en 1998.

Les coûts salariaux par équivalent temps plein des entreprises sont par ailleurs encore influencés par deux autres éléments, c'est-à-dire le glisse-

TABLEAU 7 — COÛTS SALARIAUX PAR SALARIÉ DANS LES ENTREPRISES¹

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

	1993	1994	1995	1996	1997 e	1998 e
Rémunération brute par équivalent temps plein	5,0	2,3	3,3	1,4	2,8	3,0
Augmentation résultant de :						
Indexations	2,6	1,4	1,5	1,4	1,5	1,5
Adaptations conventionnelles	0,9	1,4	...	...	0,8	1,0
Glissement des salaires ²	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Autres facteurs ³	1,0	-1,0	1,3	-0,6	...	...
Cotisations de sécurité sociale des employeurs ⁴	0,1	-0,4	...	-0,2	0,1	-0,1
Coûts salariaux par équivalent temps plein	5,1	1,9	3,3	1,1	2,9	2,9
Productivité par salarié occupé à temps plein	-0,3	2,7	1,9	1,0	2,6	2,5
Coûts salariaux par unité produite ⁵	5,3	-0,8	1,5	...	0,3	0,4

Sources : ICN, BNB.

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

² Cette rubrique est estimée forfaitairement et comprend essentiellement les augmentations barémiques.

³ Cette rubrique comprend les augmentations accordées par les entreprises au-delà des adaptations conventionnelles ou barémiques, l'incidence de changements dans la composition de la population active, 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.

⁴ Contribution à l'augmentation des coûts salariaux par équivalent temps plein.

⁵ Par unité de valeur ajoutée à prix constants.

ment des salaires et les contributions à la sécurité sociale des employeurs. Le glissement des salaires, qui mesure l'incidence de l'ancienneté et des promotions, est traditionnellement estimé à 0,5 p.c. par an faute de données permettant d'évaluer précisément son ampleur. Les cotisations de sécurité sociale des employeurs devraient, contrairement à 1997, exercer un effet modérateur. La réduction des cotisations de sécurité sociale à charge des employeurs s'explique notamment par les effets de l'extension de l'opération Maribel en juillet 1997 pour la rendre conforme à la réglementation européenne. L'incidence de cette mesure en 1998 correspond à l'effet dû à l'enregistrement pendant une année pleine de la diminution des cotisations résultant de cet élargissement. En 1997, cet effet n'avait joué qu'au second semestre. En revanche, l'application du plan pluriannuel de réduction des cotisations a été postposée à 1999.

Au total, les coûts salariaux par équivalent temps plein augmenteraient de 2,9 p.c. en 1998, soit une progression identique à celle de 1997. L'OCDE, qui utilise une méthodologie légèrement différente et dont les données sont utilisées pour les comparaisons avec d'autres pays, tient compte d'une progression de 2,7 p.c. L'augmentation des

coûts salariaux par équivalent temps plein serait, toujours selon l'OCDE, un peu plus importante en Belgique que dans les trois pays voisins en 1998.

La croissance des coûts salariaux en termes nominaux serait légèrement plus élevée que le rythme de progression de la productivité, de sorte que les coûts salariaux par unité produite augmenteraient de 0,4 p.c. en 1998.

Cette faible augmentation des coûts salariaux par unité produite contribuera à la hausse modérée des coûts d'origine intérieure en 1998. En outre, la diminution des prix des produits énergétiques et la moindre dépréciation du franc par rapport à l'année passée devraient modérer la hausse des coûts importés exprimés en franc. Etant donné les conditions prévalant sur les marchés, le ralentissement de la progression des coûts ne se répercutera sans doute que partiellement sur les prix de vente, impliquant une augmentation des marges bénéficiaires des sociétés de l'ordre de 4,6 p.c., contre 2,9 p.c. en 1997. Compte tenu d'une augmentation du volume des ventes finales de 4,1 p.c. l'excédent brut d'exploitation augmenterait de 8,8 p.c. en 1998, contre 7,1 p.c. en 1997.

TABLEAU 8 — REVENUS DES PARTICULIERS A PRIX COURANTS¹

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

	1995	1996	1997 e	1998 e
Revenu primaire	2,2	1,3	2,9	3,5
Revenus du travail	3,1	1,8	3,5	3,6
Salaires et traitements	3,5	1,4	3,5	3,4
Payés par les entreprises	3,2	1,2	3,5	3,5
Payés par les pouvoirs publics	4,5	2,0	3,4	2,8
Revenus des entrepreneurs individuels	0,9	3,7	3,4	4,8
Revenus de la propriété	-0,1	...	1,2	3,3
Transferts courants nets versés ²	5,5	-3,7	8,6	2,0
dont : Transferts versés aux pouvoirs publics	4,0	1,6	4,2	3,2
Transferts reçus des pouvoirs publics	4,2	3,6	2,5	3,3
Revenu disponible	1,9	1,9	2,3	3,7
p.m. A prix constants ³	0,4	-0,1	0,6	2,5
Produit national brut	4,1	3,3	4,5	4,8

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 et les transferts versés à d'autres secteurs.

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

Revenus

Le revenu primaire des particuliers progresserait, à prix courants, plus rapidement en 1998 que l'année précédente, en dépit du rythme légèrement plus lent d'accroissement des salaires et traitements, qui constituent la principale composante de ce revenu. L'accélération trouve dès lors son origine dans l'évolution des deux autres composantes, à savoir les revenus des entrepreneurs individuels et les revenus de la propriété.

Les salaires et traitements progresseraient de 3,4 p.c. en 1998, contre 3,5 p.c. l'année précédente. Ce très léger ralentissement est attribuable aux salaires et traitements à charge du secteur public, dont la hausse reviendrait de 3,4 p.c. à 2,8 p.c. Ce mouvement s'explique notamment par le fait que la hausse des rémunérations avait été renforcée en 1997 par le report du paiement de la prime de la fin d'année 1996 pour une partie du personnel de la fonction publique. Dans le secteur privé, les salaires et traitements progresseraient, comme en 1997, de 3,5 p.c. Tant la hausse de l'emploi salarié que celle de la rémunération moyenne par travailleur salarié, tous deux exprimés en équivalent temps plein, seraient en effet du même ordre de grandeur qu'en 1997, respectivement de 0,7 et 2,8 p.c.

La hausse des revenus des entrepreneurs individuels s'accélérait en 1998, pour atteindre 4,8 p.c. contre 3,4 p.c. l'année précédente. Après avoir fait l'objet d'importantes mesures d'économie en 1997, les dépenses en matière de soins de santé devraient s'accroître davantage en 1998, ce qui bénéficiera aux titulaires de professions médicales et paramédicales. Les commerçants, quant à eux, devraient tirer parti de l'accélération attendue de la consommation privée en valeur, laquelle est généralement considérée comme un indicateur de l'évolution probable de leur revenu.

Après avoir stagné durant plusieurs années, les revenus de la propriété poursuivraient en 1998 le mouvement ascendant entamé en 1997. La hausse s'accélérait même, passant de 1,2 p.c. à 3,3 p.c. Alors qu'en 1997, la progression avait été stimulée par une forte augmentation des dividendes, elle serait, en 1998, principale-

ment soutenue par une croissance des revenus d'intérêts et, dans une moindre mesure, par une accélération de la hausse des loyers.

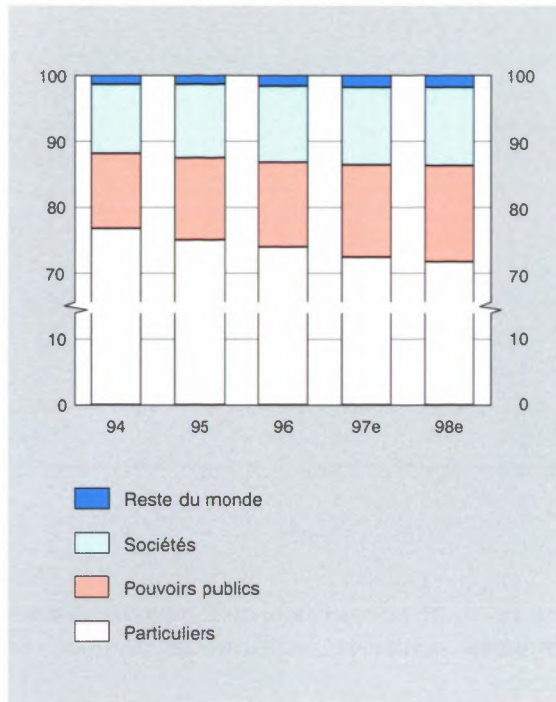
Contrairement à ce qui avait été le cas en 1997, la hausse structurelle du volume des placements des particuliers devrait permettre, en 1998, de compenser l'incidence que la baisse des taux d'intérêt continuera à exercer sur les revenus financiers. La réduction des conditions de rémunération de l'épargne des ménages devrait de fait être beaucoup moins marquée qu'en 1997. D'une part, la baisse des taux s'est interrompue sur le marché monétaire, de sorte que la rémunération de l'ensemble des actifs à court terme ne devrait plus diminuer que dans une faible mesure. D'autre part, les baisses de taux enregistrées sur le marché des capitaux au cours des dernières années ne devraient plus exercer que des effets atténués sur les revenus d'intérêts des actifs à plus d'un an. En effet, le renouvellement des placements effectués il y a plusieurs années à des taux beaucoup plus élevés a déjà été en grande partie effectué.

Après avoir été soutenue en 1997, l'augmentation des transferts courants nets à charge des particuliers serait beaucoup plus modérée en 1998 et n'atteindrait que 2 p.c. Principales composantes de cette catégorie d'opérations, les transferts effectués en faveur des pouvoirs publics et les transferts perçus en provenance de ce secteur augmenteraient en effet à peu près au même rythme, de plus de 3 p.c. L'accélération des transferts reçus du secteur public s'explique par une hausse plus forte des indemnités et des remboursements en matière de soins de santé, tandis que la moindre hausse des transferts versés témoigne principalement du ralentissement de la progression des cotisations sociales patronales et des impôts directs à charge des ménages, à la suite d'un glissement des enrôlements dans le temps.

Au total, le revenu disponible des particuliers augmenterait de 3,7 p.c. en 1998, contre 2,3 p.c. l'année précédente. Compte tenu du taux d'inflation de 1,2 p.c. prévu pour cette année, la hausse du revenu disponible en termes réels, qui correspond à l'évolution du pouvoir d'achat des ménages, se chiffrerait à 2,5 p.c., ce qui représente l'augmentation la plus forte enregistrée depuis 1993.

GRAPHIQUE 19 — REVENU DISPONIBLE DES DIFFERENTS SECTEURS

(pourcentages du revenu national brut)



Sources : ICN, BNB.

En dépit de cette accélération, la croissance nominale du revenu disponible des ménages resterait en 1998 inférieure à celle du produit national brut. Cette nouvelle réduction de la part du revenu des particuliers dans le revenu national aurait comme contrepartie presque exclusive une hausse de la part relative revenant aux pouvoirs publics. La part du reste du monde dans le revenu national resterait en effet inchangée, tandis que celle des sociétés ne progresserait que très faiblement.

Cette dernière est 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. Une estimation directe du revenu des sociétés est en effet impossible dans la mesure où aucun indicateur en la matière n'est disponible à cette période de l'année. Selon cette approche indirecte, dont le résultat doit être interprété avec réserves, le revenu disponible des sociétés progresserait de 5,8 p.c. en 1998, soit un peu plus rapidement que le revenu national brut. Cette hausse resterait toutefois inférieure à celle enregistrée un an plus tôt.

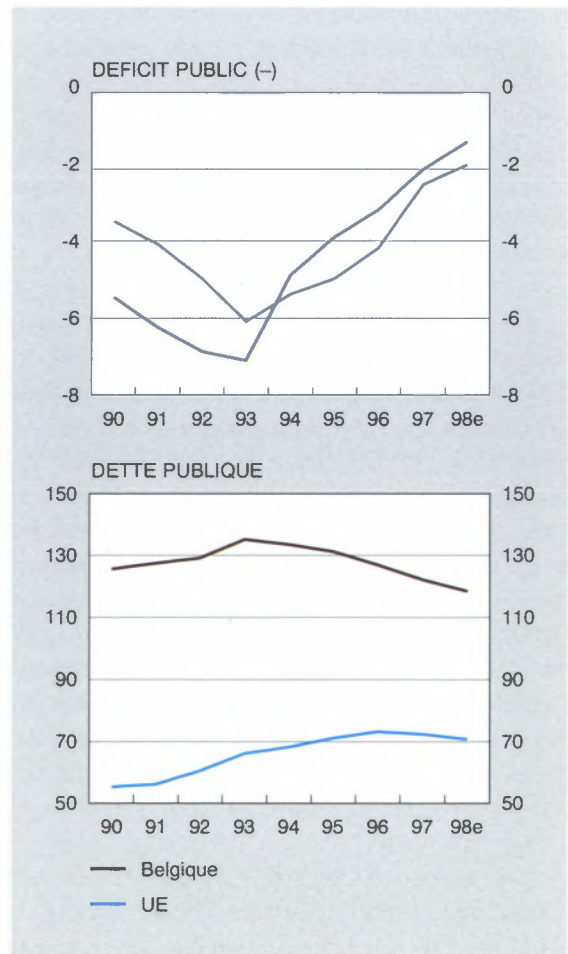
5. FINANCES PUBLIQUES

Les efforts d'assainissement budgétaire qu'ont réalisés à peu près tous les Etats membres au cours des dernières années ont ramené le déficit public moyen de l'Union européenne de 6,1 p.c. du PIB en 1993 à, selon les estimations, 1,9 p.c. en 1998. En revanche, la dette publique a clairement continué à augmenter jusqu'en 1996 : ce n'est qu'en 1997 et 1998 qu'une légère baisse, de 2,5 points de pourcentage, a été enregistrée. En 1998, le ratio de dette devrait s'élever, en moyenne, à 70,5 p.c. du PIB.

Le taux d'endettement est depuis longtemps supérieur en Belgique à la moyenne de l'Union européenne et le déficit l'a été également, au

GRAPHIQUE 20 — EVOLUTION DU DEFICIT PUBLIC ET DE LA DETTE PUBLIQUE EN BELGIQUE ET DANS L'UE

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

TABLEAU 9 — EVOLUTION DU DEFICIT ET DE LA DETTE PUBLICS : FACTEURS EXPLICATIFS

(points de pourcentage du PIB, sauf indication contraire)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998 e	1993-1998 e
Déficit public ¹	7,1	4,9	3,9	3,2	2,0	1,3	
Variation		-2,2	-1,0	-0,7	-1,2	-0,8	-5,9
dont :							
Solde primaire ²		-1,5	0,1	-0,2	-0,6	-0,3	-2,6
Charges d'intérêts ²		-0,7	-1,0	-0,5	-0,6	-0,4	-3,2
s'expliquant par :							
Evolution du taux d'intérêt implicite		-1,1	-1,0	-0,4	-0,2	-0,1	-2,8
Evolution de la dette publique		0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4
Dettes publiques ¹	135,2	133,5	131,3	126,9	122,1	117,3	
Variation		-1,7	-2,2	-4,3	-4,8	-4,8	-17,9
dont :							
Endogène		-1,3	-0,9	-0,7	-3,4	-4,2	-10,5
Exogène		-0,4	-1,3	-3,6	-1,5	-0,6	-7,4

Sources : ICN, BNB.

¹ Pourcentage du PIB.

² Un signe positif (négatif) indique une augmentation (diminution) du déficit.

début des années nonante. Les finances publiques de la Belgique ont toutefois été assainies plus rapidement qu'en moyenne dans l'Union au cours des dernières années : depuis 1994, le déficit est inférieur à la moyenne européenne et la dette a commencé à se réduire dès cette année, à la différence des autres pays de l'UE. En 1998, le déficit public de la Belgique devrait s'élever à 1,3 p.c. du PIB, alors que la dette devrait être inférieure de près de 18 points de pourcentage du PIB au maximum observé en 1993, pour s'établir à 117,3 p.c. du PIB.

Afin de poursuivre l'assainissement des finances publiques, le plan de convergence élaboré en 1992 a été remplacé, à la fin de 1996, par un nouveau programme de convergence qui s'étend jusqu'à la fin du siècle et fixe des normes budgétaires de surplus primaire pour l'entité I, c'est-à-dire le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, et de déficit pour l'entité II, à savoir les communautés, les régions et les pouvoirs locaux. Ce programme prévoit un déficit de 2,3 p.c. du PIB en 1998 et de 1,4 p.c. du PIB en l'an 2000 pour l'ensemble des pouvoirs publics. Un résultat de 1,3 p.c. du PIB est toutefois déjà attendu pour 1998, ce qui représente une avance de deux ans par rapport au programme de convergence.

La réduction du déficit public, depuis 1992-1993, lorsqu'il s'élevait encore à environ 7 p.c. du PIB, est autant imputable à l'évolution favorable du surplus primaire, en progression de

2,6 points de pourcentage, qu'à celle des charges d'intérêts, en baisse de 3,2 points de pourcentage.

L'amélioration de l'excédent primaire, jusqu'à 6,2 p.c. du PIB en 1998, est uniquement le résultat des efforts d'assainissement. Pour l'ensemble des six dernières années, l'incidence conjuguée de la conjoncture et d'autres facteurs non structurels, comme les modifications de l'affectation et de la répartition du PIB, a en effet été négative. Le surplus primaire structurel corrigé pour tenir compte de ces facteurs a progressé de 4 points de pourcentage au cours de cette période. En 1998, il devrait se stabiliser autour du niveau élevé qui a été atteint.

La diminution des charges d'intérêts, qui sont revenues de 10,7 p.c. du PIB en 1993 à 7,5 p.c. en 1998, a résulté essentiellement de la baisse des taux implicites sur la dette publique. En 1997 et 1998, l'incidence de la baisse des taux d'intérêt n'a toutefois été que marginale et la contraction des charges d'intérêts est principalement due à la réduction de la dette publique. Cette diminution de la dette a été en partie imputable à des opérations financières spéciales à caractère exogène, notamment des privatisations, l'affectation des plus-values réalisées par la Banque sur les opérations d'arbitrage d'actifs en or contre devises au remboursement de la dette en monnaies étrangères et des aménagements dans le portefeuille d'actifs financiers. Grâce au

surplus primaire en constante progression, la réduction endogène, c'est-à-dire automatique, de la dette a cependant été beaucoup plus importante ces deux dernières années et a atteint 4,2 points de pourcentage en 1998.

En raison de l'incidence limitée des taux d'intérêt et des opérations financières relatives à la dette, la baisse de 0,4 point de pourcentage des charges d'intérêts, en 1998, provient donc essentiellement de l'effet « boule de neige » inverse.

La diminution des charges d'intérêts enregistrée ces cinq dernières années (3,2 p.c. du PIB, soit près de 300 milliards de francs) n'apparaît d'ailleurs dans toute son ampleur qu'en comparaison avec certaines catégories de recettes et de dépenses des pouvoirs publics. L'économie réalisée en matière de charges d'intérêts entre 1993 et 1998 est ainsi considérablement plus importante que les dépenses annuelles d'allocations de chômage (2 p.c. du PIB), que les recettes d'accises (2,4 p.c. du PIB) ou les recettes de l'impôt des sociétés (2,9 p.c. du PIB).

Dépenses primaires

L'amélioration du surplus primaire en 1998, estimée à 0,3 point du PIB, résulterait uniquement du nouveau recul de la part des dépenses primaires dans le PIB. Avec quelque 40,8 p.c., cette part se situerait 0,5 point au-dessous du niveau de l'année passée et 1,6 point au-dessous du niveau maximum atteint au cours de la présente décennie, c'est-à-dire en 1993.

Déflatées par l'indice des prix à la consommation, les dépenses primaires augmenteraient de 2,1 p.c., comme en 1997, ce qui représente une croissance réelle nettement inférieure à celle du PIB, et même un peu en retrait par rapport au rythme d'augmentation tendanciel de celui-ci.

L'évolution de certaines catégories de dépenses s'écarte sensiblement de la croissance observée dans l'ensemble. Parmi celles qui diminuent ou qui stagnent figurent les dépenses de pré-pensions et de chômage, qui sont influencées à la baisse par la diminution du nombre de bénéficiaires. Les premières baisseraient nettement, tandis que les secondes se réduiraient dans une moindre mesure parce qu'il s'avère, au vu des réalisations des premiers mois de l'année, que la

structure des bénéficiaires d'allocations évolue, comme les deux années précédentes, dans un sens défavorable pour les finances publiques : la part des chômeurs âgés, dont l'allocation moyenne est plus élevée que celle de l'ensemble des personnes indemnisées, s'accroît en effet encore.

Les dépenses en capital autres que les investissements se contracteraient en raison de l'octroi d'une troisième licence de mobilophonie qui, conformément à la méthodologie des comptes nationaux, vient en déduction des dépenses.

En revanche, les dépenses de soins de santé augmenteraient de 4 p.c. en volume. Cette hausse, certes comparable au rythme de croissance moyen des 15 dernières années, doit toutefois être quelque peu relativisée : elle survient en effet après une année de stagnation de ces dépenses, consécutive aux mesures de freinage affectant les honoraires médicaux, les frais d'hospitalisation et les frais pharmaceutiques.

Par ailleurs, alors qu'ils avaient nettement diminué dans le passé, les achats de biens et services ont retrouvé une croissance positive depuis deux ans. Celle-ci se poursuivrait en 1998, à la suite notamment des majorations d'enveloppes dans le domaine de la justice et de la sécurité.

Enfin, les transferts au reste du monde, qui avaient déjà progressé fortement en 1996 et 1997, continueraient dans cette voie, à la suite d'une nouvelle augmentation de la contribution au budget européen.

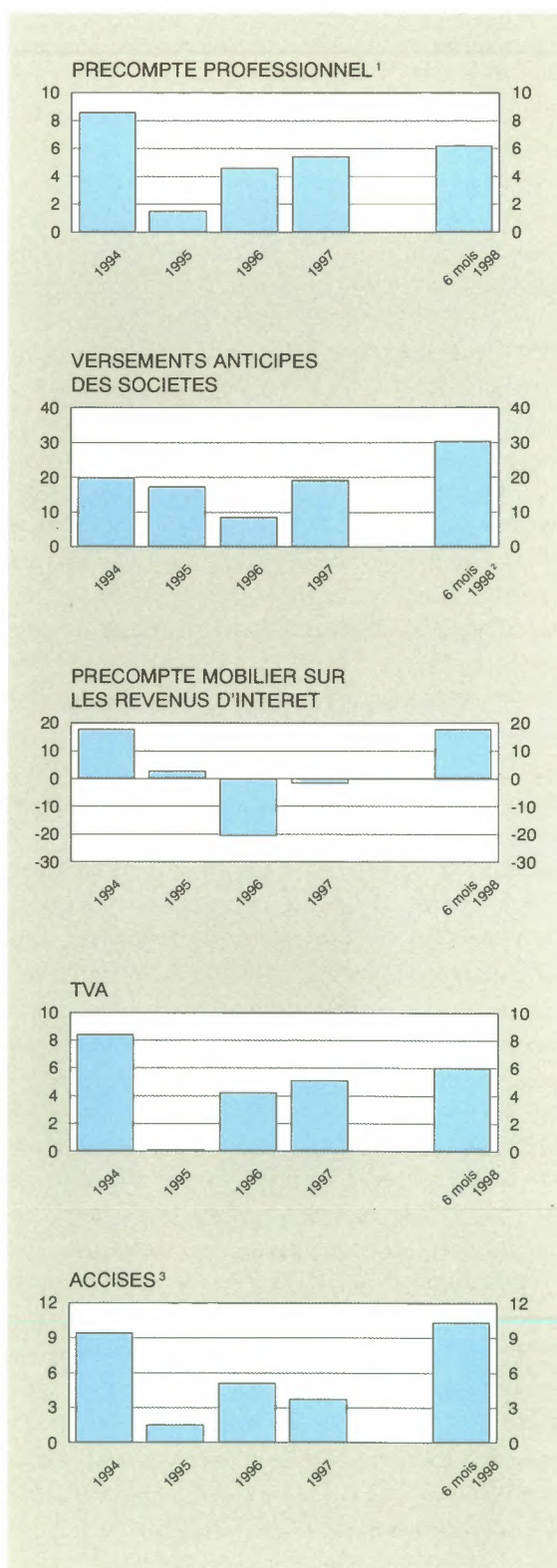
Recettes

Comme depuis 1994, la pression fiscale et parafiscale resterait quasiment inchangée en 1998, à un peu moins de 46 p.c. du PIB.

Contrairement aux années précédentes, les mesures d'assainissement n'exerceraient pas, par solde, d'effet notable sur l'évolution des prélèvements. La pression à la hausse résultant de la prolongation de la non-indexation de la plupart des barèmes fiscaux est contrebalancée par les effets des réductions supplémentaires de cotisations patronales à la sécurité sociale. Ces réductions sont dues surtout aux effets, pendant une année complète, de l'extension de l'opération Maribel et de la disposition en vigueur pour le

GRAPHIQUE 21 — EVOLUTION DES PRINCIPALES CATEGORIES D'IMPOTS

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



Sources : Ministère des Finances, BNB.

¹ Y compris les recettes perçues mais non ventilées.

² Y compris le produit du deuxième versement trimestriel, qui pouvait être effectué jusqu'au 10 juillet.

³ Les taux de croissance pour 1997 et 1998 ont été corrigés pour tenir compte du raccourcissement des délais de paiement pour certains produits.

secteur non marchand, qui lie réductions des cotisations patronales et créations d'emplois.

Les prélèvements sur les revenus du travail, exprimés en pourcentage du PIB, diminueraient parce que les revenus du travail progresseraient plus lentement que le revenu national. Cette baisse serait toutefois en grande partie compensée par la hausse des autres catégories d'impôts.

Ainsi, les versements anticipés des sociétés, qui ont progressé en moyenne d'environ 15 p.c. au cours des dernières années, ont crû de 30 p.c. au cours du premier semestre de l'année. Cette évolution contraste fortement avec celle du précompte professionnel à charge des particuliers, qui n'a augmenté que d'environ 6 p.c., soit à peu près le même taux qu'au cours des années précédentes.

Les recettes de précompte mobilier sur les revenus d'intérêts ont parfois présenté, au cours des trois dernières années, d'importantes fluctuations mais sont restées, en moyenne, à peu près stables. Le taux de précompte a certes été augmenté mais l'influence de cette hausse a été compensée par une baisse des taux d'intérêt et un glissement dans la composition du portefeuille d'actifs financiers, au profit, notamment, des dépôts d'épargne réglementés, pour l'essentiel non soumis au précompte mobilier. Au cours des six premiers mois de 1998, les recettes du précompte mobilier ont crû de 18 p.c. L'évolution relativement erratique de cette catégorie de recettes complique l'interprétation de cette forte augmentation. Dans un contexte de taux de prélèvement inchangés et de faibles variations des niveaux d'intérêts, cette vive accélération semble surtout liée à un facteur temporaire, à savoir le nombre exceptionnellement élevé de bons de capitalisation qui sont arrivés à échéance.

Dans le cadre de l'assainissement des finances publiques et de la promotion de l'emploi, il a été décidé, ces dernières années, de faire peser davantage la pression fiscale sur la consommation et moins sur les revenus du travail. Au cours des dernières années, une série de mesures ont dès lors été prises qui ont accru les recettes de TVA et d'accises. En 1998, en revanche, aucune nouvelle mesure n'a été adoptée. Les taxes perçues n'en ont pas moins fortement augmenté pendant les six premiers mois de 1998, reflétant principalement le dynamisme des dépenses des

particuliers. Compte tenu d'un certain ralentissement du rythme de la progression de ces dépenses des ménages au second semestre de 1998, la croissance des impôts indirects pourrait être freinée au cours des prochains mois.

Charges d'intérêts

Le léger recul, en 1998, du taux moyen sur l'encours de la dette est le résultat de deux mouvements opposés. Le taux moyen des paiements d'intérêts sur les certificats de trésorerie devrait certes progresser de 0,4 point de pourcentage par rapport à 1997 mais cette évolution serait largement compensée par la poursuite de la baisse du taux moyen sur la dette à long terme. Etant donné que de nouveaux titres de la dette ont pu, en 1997, être émis à un taux nettement inférieur à celui en vigueur pour l'encours des titres à la fin de 1996 et pour les titres remboursés dans le courant de 1997, le taux moyen des paiements d'intérêts sur la dette à long terme en franc serait de quelque 0,15 point de pourcentage inférieur à celui de l'année précédente. Le taux moyen sur la dette en monnaies étrangères continue également à diminuer.

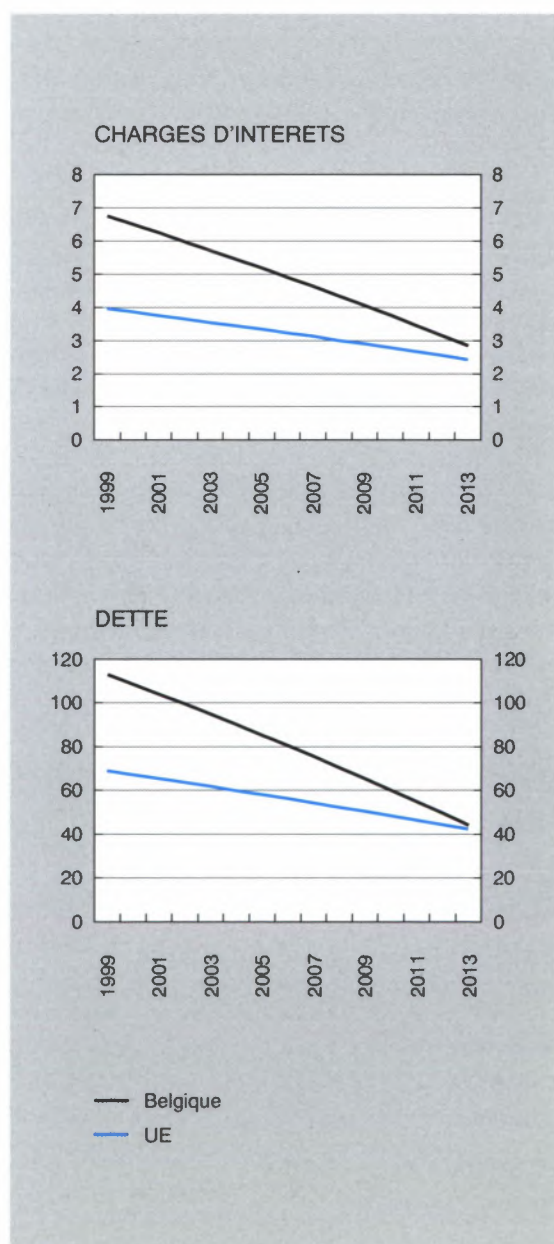
La baisse du taux moyen sur la dette publique observée ces dernières années est imputable en premier lieu à des taux de marché plus bas, mais ne peut être dissociée non plus des évolutions dans le domaine de la gestion de la dette. Le Trésor utilise ainsi depuis 1996 un modèle de portefeuille recherchant la composition optimale de la dette du Trésor en termes de risques et de coûts. Cet instrument intégré de gestion montre que la composition actuelle de la dette, notamment la part de la dette à court terme, est proche du portefeuille optimal. Afin de rendre les finances publiques moins vulnérables à des fluctuations de taux difficiles à prévoir, le Trésor a nettement réduit la part de la dette à court terme dans le passé, pour la ramener à un niveau proche de la moyenne de la zone euro. Etant donné l'écart sensible entre les taux du marché à court et à long terme, cette part n'a toutefois plus été réduite ces dernières années.

Grâce à la réduction ininterrompue de la dette depuis 1993, les charges d'intérêts se trouvent dans une spirale de baisse. Si le solde primaire se maintient à son niveau actuel, ce qui, si la conjoncture évolue de façon neutre, implique une politique inchangée, les charges d'intérêts et

la dette publique continueront, avec des hypothèses raisonnables de croissance économique et de taux d'intérêt, de se réduire automatiquement et l'équilibre budgétaire sera atteint assez rapidement. Tel est le cas pour l'Union européenne également, mais la diminution s'y effectue plus lentement, en raison d'un surplus primaire inférieur, et l'équilibre budgétaire ne sera réalisé que

GRAPHIQUE 22 — CHARGES D'INTERETS ET DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS¹

(pourcentages du PIB)



Source : BNB.

¹ Hypothèses après 1998 (telles qu'utilisées dans le Rapport sur la convergence de l'IME) : maintien du solde primaire au niveau atteint en 1998 ; taux d'intérêt implicite de la dette publique de 6 p.c. ; croissance nominale du PIB de 4,3 p.c. (Belgique) et de 4,4 p.c. (UE) ; pas d'ajustements entre stocks et flux.

beaucoup plus tard. A politique inchangée et si la conjoncture évolue de façon neutre, l'écart entre les ratios de dette de la Belgique et de l'Union européenne disparaîtra donc progressivement.

6. BALANCE DES PAIEMENTS

Compte courant de la Belgique

Les données provisoires de la balance des paiements relatives aux trois premiers mois de 1998 montrent une légère diminution de l'excédent courant par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette baisse s'explique à la fois par les transactions sur biens et sur services.

Les soldes de la plupart des rubriques des opérations sur services ont peu varié par rapport à l'année précédente; le négoce international, dont l'évolution est traditionnellement très erratique, a toutefois enregistré un faible déficit, contre un excédent au premier trimestre de 1997.

La dégradation du surplus des opérations sur biens provient d'une progression légèrement plus vive des importations que des exportations. Le rythme de croissance très élevé des exportations, qui ont été le moteur de la croissance économique pendant plusieurs trimestres, s'est ralenti pendant les premiers mois de 1998. Un phénomène identique a également été constaté dans les pays

voisins. Cette situation s'explique en partie par la crise asiatique. Etant donné les relations commerciales limitées entre les pays d'Europe occidentale et cette région, le ralentissement des exportations doit sans doute être partiellement imputé à un climat général d'incertitude engendré par cette crise. En Europe occidentale aussi, les entrepreneurs semblent avoir globalement réagi de manière plutôt attentiste, ce qui les a probablement incités à puiser dans leurs stocks. Les autres composantes de la demande intérieure progressent certes très sensiblement dans les pays voisins, ce qui devrait, en principe, entraîner un accroissement de leurs importations.

Les statistiques relatives au commerce extérieur de la Belgique, qui doivent être interprétées avec une certaine réserve car elles sont désormais établies selon le concept communautaire¹, révèlent que les exportations à destination de

¹ Contrairement à la définition nationale utilisée précédemment, la définition communautaire inclut les marchandises provenant de pays extérieurs à l'UE, qui ont été mises en libre pratique en Belgique moyennant l'accomplissement des formalités douanières nécessaires et le paiement de droits d'importation éventuels, et qui ont été ensuite réexportées vers d'autres Etats membres. En outre, la définition communautaire englobe également les importations en Belgique de marchandises provenant d'autres Etats membres de l'UE, qui ont été ensuite réexportées vers des pays extérieurs à l'UE, pour le compte d'entreprises résidant dans un autre Etat membre. L'utilisation de la définition communautaire a pour effet d'augmenter les flux bruts d'importations et d'exportations, mais n'influence pas le solde de la balance commerciale, sauf lorsque les importations et les réexportations ne sont pas enregistrées au cours de la même période.

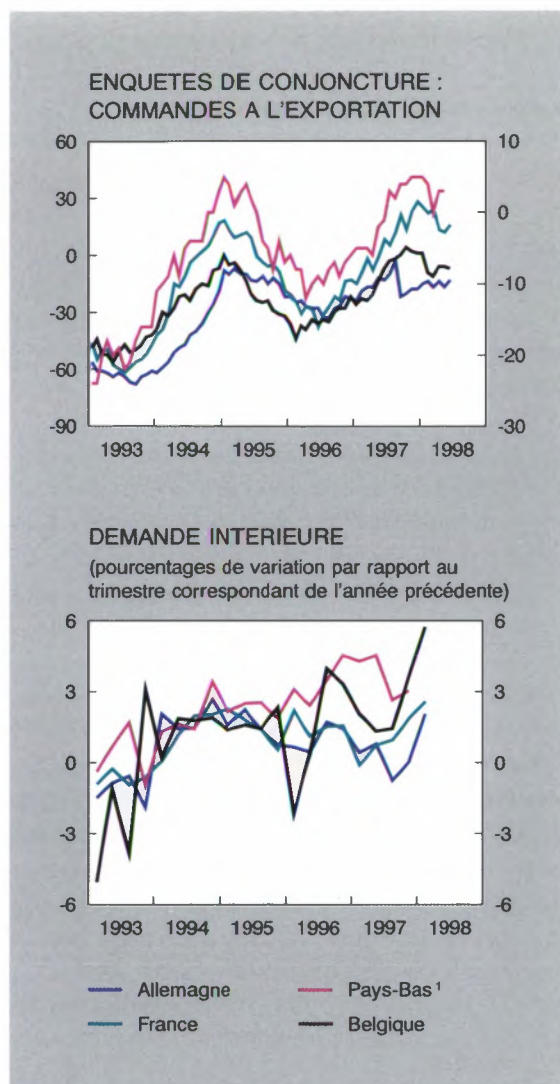
TABLEAU 10 — SOLDE COURANT DE LA BELGIQUE

(milliards de francs)

	1996	1997	Trois premiers mois	
			1997	1998 p
Biens et services	327	379	94	87
Biens	328	360	73	69
Services	-1	19	22	18
Revenus	141	151	36	38
Transferts courants	-128	-127	-44	-45
Total des opérations courantes	340	403	86	79
p.m. Pourcentages du PIB	4,1	4,6		

Source : BNB.

GRAPHIQUE 23 — CONJONCTURE ET DEMANDE INTERIEURE DANS LES PAYS VOISINS



Sources : CE, BNB.

¹ Echelle de droite dans la partie supérieure du graphique.

l'Allemagne et de l'Autriche ont crû moins qu'en moyenne. De plus, les exportations vers le Japon et les pays du Sud-Est asiatique touchés par la crise ont fortement diminué, de respectivement 20 et 26 p.c. En revanche, une croissance vigoureuse a été enregistrée dans les exportations vers les Etats-Unis et le Royaume-Uni – deux pays dont la compétitivité a pâti de l'appréciation de la monnaie – ainsi que vers l'Italie et le Portugal.

Les importations belges ont quant à elles été stimulées par l'accélération de la croissance, plus particulièrement de la consommation privée et des investissements.

En ce qui concerne les évolutions des prix, la forte baisse des prix des produits énergétiques, qui a déjà été évoquée dans la partie relative à l'inflation, a exercé une influence indéniable sur les prix à l'importation au cours du premier trimestre 1998. Selon des données provisoires, les prix à l'importation moyens des combustibles minéraux ont diminué de 16 p.c. pendant cette période, ce qui explique que les prix à l'importation moyens totaux n'ont progressé que de 1,8 p.c. au premier trimestre. En revanche, les prix à l'exportation, dans lesquels l'énergie joue un rôle limité, ont encore progressé de 4,2 p.c., suivant la tendance observée en 1997. L'amélioration des termes de l'échange qui en a découlé, à concurrence de 2,3 p.c., contraste fortement avec les évolutions des quatre années antérieures, qui s'étaient chaque fois soldées par une faible détérioration des termes de l'échange.

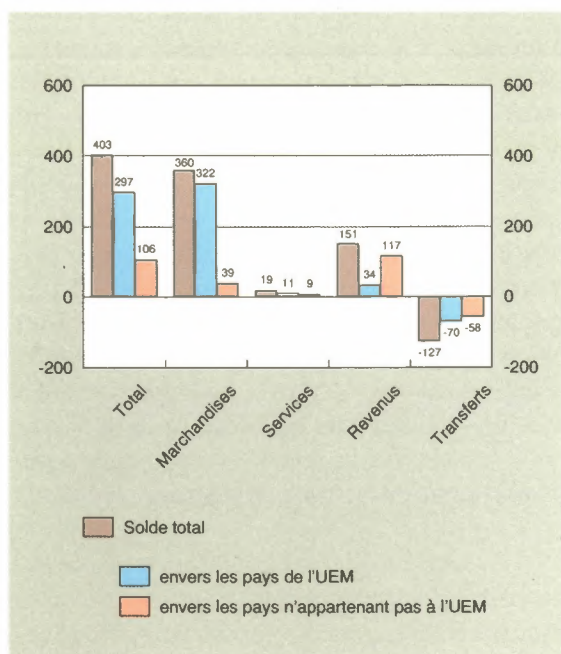
Une telle évolution – amélioration des termes de l'échange et progression plus nette en valeur des importations que des exportations – implique que le degré de couverture en volume des opérations sur biens se soit détérioré au premier trimestre de 1998 et que la contribution à la croissance du PIB des exportations nettes ait été négative au cours de cette période.

Pour l'année 1998 dans son ensemble, les prix plus bas des produits énergétiques devraient aussi se répercuter progressivement dans les prix à l'exportation, ce qui atténuerait quelque peu l'amélioration des termes de l'échange. Le degré de couverture en volume ne devrait pratiquement pas se modifier. Compte tenu de l'amélioration des termes de l'échange, les exportations en valeur progresseraient néanmoins un peu plus que les importations, ce qui entraînerait un nouvel accroissement de l'excédent commercial. Le solde des opérations sur services reculerait quant à lui faiblement, en raison de la nouvelle augmentation du déficit des voyages. Les revenus, en revanche, augmenteraient de nouveau, essentiellement sous l'effet des recettes additionnelles des placements et investissements découlant de l'excédent courant de l'année précédente. Le surplus du compte courant de la Belgique augmenterait dès lors jusqu'à près de 5 p.c. du PIB.

L'excédent courant peut être ventilé en un solde avec les pays participant à l'UEM et un autre avec ceux n'y participant pas. Les pays qui, comme la Belgique, vont introduire l'euro

**GRAPHIQUE 24 — SOLDE COURANT DE LA BELGIQUE EN 1997 :
REPARTITION ENTRE PAYS DE L'UEM¹ ET PAYS
N'APPARTENANT PAS A L'UEM**

(milliards de francs)



Source : BNB.

¹ UE, à l'exclusion du Danemark, de la Grèce, du Royaume-Uni et de la Suède.

formeront une zone où les transactions transfrontalières pourront être assimilées à des opérations intérieures. Il est dès lors intéressant de déterminer quelle partie des relations commerciales de la Belgique continuera à contribuer à la balance commerciale commune de la zone euro. Cette répartition peut s'effectuer sur la base des statistiques de la balance des paiements ou du commerce extérieur. Ces dernières présentent l'avantage de permettre une ventilation plus précise, mais elles sont déformées par le concept communautaire mentionné ci-dessus et n'ont trait qu'aux opérations sur biens. Les statistiques de la balance des paiements sont quant à elles moins précises mais ne sont pas déformées par l'enregistrement du transit et permettent aussi une ventilation en matière d'opérations sur services, de revenus et de transferts courants.

La répartition selon les données de la balance des paiements montre qu'environ trois quarts du solde du compte courant sont réalisés vis-à-vis des pays participant à l'UEM. Pour les opérations sur biens, il s'agit même d'environ 90 p.c. Pour les transactions sur services et les transferts courants, un peu plus de la moitié du solde est

réalisé vis-à-vis de ces pays. La part des pays ne participant pas à l'UEM n'est prépondérante que pour les revenus, où elle s'élève à environ 75 p.c.

Balance des paiements de l'UEBL

La contraction de 7 milliards de l'excédent courant de l'UEBL au premier trimestre de 1998 par rapport à la période correspondante de l'année précédente est totalement imputable au recul de l'excédent courant de la Belgique, commenté ci-dessus. Le solde courant du Luxembourg s'est en revanche stabilisé.

En ce qui concerne les opérations en capital, les entrées nettes sont revenues à 1 milliard au premier trimestre. Ce montant est considérablement plus bas qu'en 1997, lorsque les Pays-Bas avaient effectué des versements compensatoires dans le cadre du projet du TGV.

Le repli temporaire des investissements directs en capital social observé en 1997 a été suivi, au début de 1998, par une vive expansion. Tant les investissements directs des entreprises résidentes à l'étranger que des entreprises étrangères en UEBL ont donc de nouveau suivi la tendance constatée à travers le monde d'une mondialisation croissante. Les flux d'investissements nets à destination de l'UEBL se sont ainsi élevés, au premier trimestre de 1998, à 103 milliards, contre 41 milliards un an plus tôt. Les investissements nets de l'UEBL à l'étranger ont, quant à eux, progressé beaucoup plus vivement encore, passant de 23 milliards au premier trimestre de 1997 à 194 milliards au cours des trois premiers mois de 1998. Ce dernier montant s'explique toutefois pour 114 milliards par un investissement direct au Danemark d'une filiale luxembourgeoise d'une entreprise américaine. Cette opération a été financée par le biais d'un prêt de la maison mère américaine à sa filiale, ce qui explique l'importante entrée de capitaux enregistrée à la rubrique relative aux autres investissements directs de l'étranger en UEBL. Cette transaction illustre une nouvelle fois la fonction de plaque tournante de l'UEBL, et particulièrement du Luxembourg, dans les flux mondiaux d'investissements directs. De telles transactions sont le plus souvent neutres pour le solde des opérations financières et donc pour la position du franc sur les marchés des changes, mais elles compliquent la juste interprétation des flux d'investissements directs.

TABEAU 11 — BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL SELON LE SCHEMA DU FMI¹

(soldes, milliards de francs)

	1996	1997	Trois premiers mois	
			1997	1998 p
Compte courant	437	489	104	97
Compte de capital	5	14	6	1
Compte financier	-401	-478	-109	-121
<i>Investissements directs</i>	177	145	-2	2
De l'UEBL à l'étranger	-250	-284	-30	-219
Capital social	-160	-139	-23	-194
Autres	-90	-146	-7	-25
De l'étranger en UEBL	427	429	28	221
Capital social	266	210	41	103
Autres	161	219	-13	118
<i>Investissements de portefeuille</i>	-324	-29	17	-261
Avoirs	-1.467	-1.996	-418	-1.032
Actions	-110	-751	-119	-295
Obligations, instruments du marché monétaire et produits dérivés	-1.357	-1.244	-299	-737
Engagements	1.142	1.966	436	771
Actions	1.056	1.656	403	678
Obligations, instruments du marché monétaire et produits dérivés	86	311	32	93
<i>Autres opérations financières</i>	-236	-557	-89	147
Avoirs	-436	-1.723	-989	-330
Crédits commerciaux	-11	-62	-43	-32
Prêts, dépôts et autres avoirs	-425	-1.661	-946	-299
Engagements	200	1.166	900	477
Crédits commerciaux	13	38	7	10
Prêts, dépôts et autres engagements	187	1.128	893	467
<i>Avoirs de réserve de la BNB</i>	-18	-36	-35	-9
Erreurs et omissions	-41	-25	-2	23

Source : BNB.

¹ Signe - : déficit du compte courant, augmentation des avoirs ou diminution des engagements des résidents.

En ce qui concerne les investissements de portefeuille, les résidents, parmi lesquels aussi les nombreux organismes de placement collectif établis en Belgique et au Luxembourg, ont témoigné un intérêt particulier tant pour les actions que pour les titres à revenu fixe. Le succès des actions étrangères peut être mis en relation avec les cours de bourse en forte hausse, le recul temporaire de l'inquiétude provoquée par la crise asiatique et les taux d'intérêt historiquement bas.

Le vif intérêt pour les obligations – pour lesquelles un réflexe de sécurité a sans doute encore joué un rôle – a en effet exercé une pression à la baisse sur les taux, de sorte que les investisseurs ont tenté de tirer pleinement profit des écarts de taux existant, ce qui a entraîné une fuite vers le dollar. Ce mouvement a en partie été soutenu par le cours élevé du dollar.

Les données concernant l'émission de titres sur les marchés financiers internationaux montrent

aussi un intérêt croissant pour les titres en écu/euro ou ceux libellés dans les diverses monnaies qui seront automatiquement convertis en euro au début de l'UEM, ce qui témoigne de la confiance croissante dans la réalisation de l'UEM.

Le succès des organismes de placement collectif luxembourgeois s'est confirmé : au cours des trois premiers mois de 1998, les non-résidents ont acheté 572 milliards de parts, contre 402 milliards au cours de la période correspondante de 1997. Cette évaluation a bénéficié de l'incidence positive de la hausse de la bourse, de même que les placements directs en actions de l'UEBL. L'étranger a également montré un certain intérêt pour les titres à revenu fixe, plus particulièrement pour les certificats de trésorerie des pouvoirs publics belges, en raison d'un accroissement temporaire de l'écart de taux d'intérêt à court terme par rapport au mark allemand.

Les investissements de portefeuille ont entraîné de considérables sorties nettes de capitaux, d'un montant de 261 milliards, sous l'effet d'un nouveau glissement des OPC monétaires vers des OPC spécialisés en actions et en obligations. Ce mouvement a entraîné une diminution des dépôts à l'étranger et une forte augmentation – évoquée plus haut – des placements en obligations et en actions étrangères. Etant donné que les premières opérations sont comptabilisées dans les autres opérations financières et que les secondes le sont dans les investissements de portefeuille, les autres opérations financières se sont soldées par un excédent et les opérations de portefeuille par un déficit.

Les avoirs de réserve de la Banque, enfin, ont augmenté de 9 milliards.

7. POLITIQUE MONETAIRE

La Banque a poursuivi, dans un environnement européen toujours particulièrement calme, sa politique monétaire axée sur la stabilité du franc belge vis-à-vis du mark allemand. Les écarts de cours de change et de taux d'intérêt à court terme par rapport aux valeurs de référence allemandes se sont encore réduits en comparaison

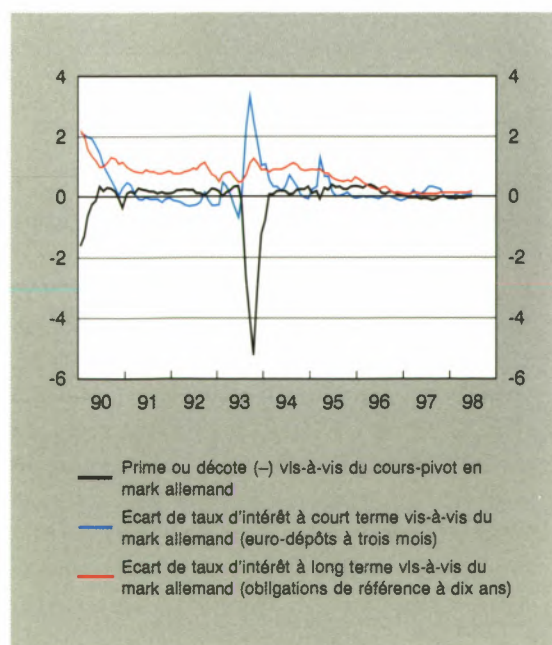
avec l'année dernière et disparaîtront complètement d'ici à la fin de l'année. Le différentiel d'intérêt à long terme par rapport au mark s'est élevé à seulement une dizaine de points de base, ce qui reflète la confiance des opérateurs internationaux dans les émissions à long terme en franc belge. Etant donné que, en outre, les taux à long terme ont continué à baisser en Allemagne, les taux nominaux à long terme se situaient, en Belgique, en juin 1998, à un niveau historiquement bas de 4,96 p.c., comparable aux taux observés dans les années soixante.

Dans ce contexte, les taux d'intérêt de la Banque sont restés au niveau en vigueur depuis le 10 octobre 1997. La Banque a cependant créé des déficits de fin de journée au premier semestre 1998, pour éviter, dans un premier temps, que les taux du marché monétaire belge ne descendent trop au-dessous des taux correspondants en Allemagne et, ensuite, pour combattre les légères tensions apparues à la veille du Conseil européen qui s'est tenu début mai.

Depuis la réforme monétaire de janvier 1991, la gestion de la liquidité fait partie intégrante de la politique monétaire de la Belgique : au travers

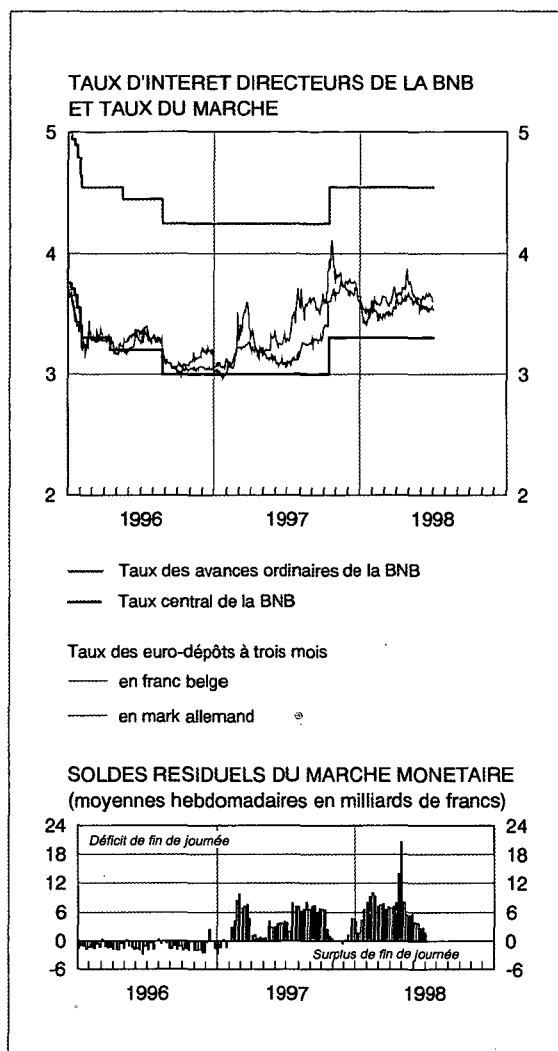
GRAPHIQUE 25 — ECARTS DE COURS DE CHANGE ET DE TAUX D'INTERET DU FRANC VIS-A-VIS DU MARK ALLEMAND

(moyennes mensuelles, pourcentages)



Source : BNB.

GRAPHIQUE 26 — CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE



Source : BNB.

d'interventions quotidiennes de réglage fin sur le marché monétaire – essentiellement sous la forme de cessions-rétrocessions –, des fonds, dont le volume est déterminé en fonction de l'évolution des facteurs qui influencent de manière autonome la liquidité du marché monétaire, sont mis à la disposition des établissements de crédit, qui

dépendent structurellement des crédits en franc belge de la Banque.

Dans la troisième phase de l'Union économique et monétaire, la gestion de la liquidité sera complètement réorganisée. Les réserves obligatoires constitueront un instrument important de la politique monétaire du SEBC. Le système de réserves fonctionnera selon un mécanisme de calcul en valeur moyenne, ce qui signifie que les établissements de crédit auxquels il s'appliquera ne devront pas respecter chaque jour leurs obligations en matière de réserves obligatoires, mais seulement en moyenne sur l'ensemble de la période. Ces réserves deviendront ainsi un instrument souple de la gestion de trésorerie quotidienne des établissements de crédit, qui leur permettra de faire face à des chocs temporaires de liquidité.

L'introduction d'un système de réserves obligatoires pourvu d'un mécanisme de calcul en valeur moyenne aura également d'importantes répercussions sur l'utilisation d'autres instruments de politique monétaire. En raison de la fonction de stabilisateur automatique des réserves obligatoires, la Banque devra bien moins recourir à des transactions quotidiennes de réglage fin et pourra effectuer l'essentiel de ses octrois de liquidités aux établissements de crédit au moyen d'opérations périodiques.

Le fait que ni les établissements de crédit résidents, ni la Banque elle-même ne soient habitués à un tel cadre opérationnel constitue un argument important en faveur d'une adaptation, dès avant le début de la troisième phase, des instruments belges au futur système du SEBC, afin d'organiser à temps un processus d'apprentissage.

Le système de réserves obligatoires que le SEBC utilisera dans la troisième phase et le système transitoire de réserves obligatoires, que la Banque introduira à partir du 1^{er} septembre 1998, font l'objet de l'article suivant.

RESERVES OBLIGATOIRES : SPECIFICATIONS DU SYSTEME DU SEBC ET INTRODUCTION D'UN SYSTEME TRANSITOIRE AU COURS DES DERNIERS MOIS DE 1998

1. RECOURS AUX RESERVES OBLIGATOIRES PAR LE SYSTEME EUROPEEN DE BANQUES CENTRALES AU COURS DE LA TROISIEME PHASE DE L'UEM

Les réserves obligatoires font partie de l'ensemble des instruments de politique monétaire que l'Institut monétaire européen (IME) a préparés à l'intention du Système européen de banques centrales (SEBC). Au cours de sa réunion du 7 juillet, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE), a décidé d'utiliser effectivement cet instrument au cours de la troisième phase de l'Union économique et monétaire (UEM), c'est-à-dire à partir du 1^{er} janvier 1999, et a spécifié les caractéristiques essentielles du système.

Selon le communiqué de presse de la BCE du 8 juillet¹, « le Conseil des gouverneurs estime qu'un système de réserves obligatoires pourrait utilement remplir trois fonctions principales, au cours de la troisième phase. En premier lieu, il peut aider à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire. Ensuite, il contribuera à l'augmentation de la demande de monnaie de banque centrale et donc à la création ou à l'accentuation d'un déficit structurel de liquidités sur le marché; cette fonction est considérée comme utile pour améliorer la capacité du SEBC à intervenir efficacement comme pourvoyeur de liquidités et, à plus long terme, à réagir aux nouvelles techniques de paiement telles que le développement de la monnaie électronique. Enfin, le système de réserves obligatoires du SEBC peut également concourir à la maîtrise de la croissance des agrégats monétaires en augmentant l'élasticité de la demande de monnaie par rapport au taux d'intérêt.

Le Conseil des gouverneurs attache une importance toute particulière aux deux premières fonctions, qui ont trait à la gestion des marchés monétaires. Sans le recours à un système de réserves obligatoires, le SEBC serait confronté à une volatilité relativement élevée des taux d'intérêt du marché monétaire, ce qui nécessi-

terait l'usage fréquent d'opérations d'open market de réglage fin. Cette situation présenterait de nets inconvénients sur le plan pratique et pourrait nuire à l'efficacité opérationnelle de la politique monétaire, les signaux émis par la banque centrale risquant de devenir confus si les marchés éprouvent des difficultés à distinguer les signaux de politique monétaire des ajustements techniques. En réduisant la nécessité d'interventions des banques centrales dans le marché, un système de réserves obligatoires permettra au SEBC de retirer des informations de qualité des évolutions du marché. En outre, le Conseil des gouverneurs estime le recours à des réserves obligatoires nécessaire en vue d'influencer la situation structurelle du marché monétaire dans la zone euro, préservant ainsi le rôle des banques centrales nationales en tant que pourvoyeurs de liquidités au système bancaire.

Le Conseil des gouverneurs est conscient du fait que l'introduction d'un système de réserves obligatoires doit être envisagée en tenant compte de la charge que le système risque d'imposer au secteur privé et des effets qu'il pourrait avoir sur l'activité financière des établissements de crédit de la zone euro. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a l'intention de mettre en œuvre, dès le début de la troisième phase, un système de réserves obligatoires conçu essentiellement en vue de remplir les deux objectifs précités de gestion du marché monétaire, tout en permettant simultanément une rémunération appropriée de ces réserves.

Le système de réserves obligatoires du SEBC présentera les caractéristiques suivantes.

1. Etablissements assujettis

En vertu de l'article 19.1 des statuts du SEBC, la BCE imposera, au début de la troisième phase, aux établissements de crédit (tels que

¹ Traduction de la Banque Nationale de Belgique.

définis à l'article 1^{er} de la première directive de coordination bancaire) établis dans la zone euro, la constitution de réserves obligatoires sur des comptes auprès des banques centrales nationales.

2. Assiette des réserves

La BCE a l'intention d'inclure dans l'assiette des réserves les éléments de passif suivants : les "dépôts", les "titres de créances émis" et les "titres du marché monétaire", tels qu'ils sont définis dans le cadre du dispositif en vigueur pour la collecte de statistiques monétaires et bancaires. Les engagements interbancaires et ceux envers le SEBC ne seront pas soumis aux obligations en matière de réserves. En outre, un coefficient de réserve zéro sera appliqué aux "repos", aux "dépôts dont l'échéance initiale est supérieure à deux ans" et aux "titres de créances dont l'échéance initiale est supérieure à deux ans".

3. Coefficient des réserves

Le SEBC appliquera un coefficient de réserves situé dans une fourchette de 1,5 à 2,5 p.c. des postes de l'assiette des réserves. Un ratio de cet ordre est considéré comme nécessaire en vue d'assurer que les fonctions recherchées de gestion du marché monétaire puissent être remplies. En même temps, ce ratio serait suffisamment bas pour ne pas imposer de rigidité indésirable sur la structure des actifs des établissements de crédit.

4. Franchise

La BCE autorisera la déduction d'une franchise de l'ordre de 100.000 euros du montant des réserves obligatoires d'un établissement, de façon que les établissements de crédit ayant une assiette de réserves obligatoires peu importante n'aient pas à en détenir.

5. Rémunération

La BCE rémunérera les réserves obligatoires constituées à un taux correspondant à celui de ses principales opérations de refinancement.

Dans la pratique, la rémunération sera calculée comme étant la moyenne, au cours de la période de constitution, du taux (pondéré selon le nombre de jours civils) appliqué par le SEBC à ses principales opérations de refinancement. La rémunération sera payée le premier jour ouvrable suivant la fin de la période de constitution au cours de laquelle la rémunération a été obtenue.

6. Autres caractéristiques

D'autres caractéristiques du système de réserves obligatoires seront appliquées, ainsi qu'il a déjà été spécifié dans de précédents documents publiés par l'Institut monétaire européen (IME), en particulier dans le rapport intitulé "La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC" (septembre 1997).

Le Conseil des gouverneurs compte décider des caractéristiques exactes du système de réserves obligatoires en novembre 1998 au plus tard. Cette décision sera fondée sur les premières informations fournies par le nouveau système de statistiques monétaires et bancaires. Il est prévu que les caractéristiques précises du système de réserves obligatoires seront publiées sous la forme d'un règlement de la BCE. »

2. SYSTEME TRANSITOIRE BELGE DE RESERVES OBLIGATOIRES AU COURS DES DERNIERS MOIS DE 1998

Le fait que ni les établissements de crédit résidents ni la Banque elle-même ne sont familiarisés à un système de réserves obligatoires, engage à adapter, dès avant le début de la troisième phase, les instruments de la politique monétaire belge à ceux qui seront utilisés par le SEBC, afin d'amorcer à temps un processus d'apprentissage.

Un élément important du système des réserves obligatoires du SEBC et du système transitoire est le calcul de moyennes : les établissements de crédit qui y seront soumis ne seront pas tenus de remplir leurs obligations en

matière de réserves obligatoires chaque jour, mais uniquement en moyenne sur une période d'un mois. Les réserves permettront ainsi aux établissements de crédit d'assurer une gestion journalière souple de leur trésorerie en amortissant des chocs temporaires de liquidité, ce qui exercera un effet stabilisateur sur les taux du marché monétaire interbancaire.

Grâce à ce stabilisateur automatique, la Banque devra, en principe, recourir beaucoup moins aux interventions de réglage fin sur le marché monétaire et pourra effectuer l'essentiel de ses octrois de liquidités aux institutions financières au moyen d'adjudications périodiques.

Pour définir les caractéristiques de ce régime transitoire de réserves obligatoires, la Banque s'est appuyée sur les principes suivants :

- a) Le système de réserves obligatoires tendra à refléter le plus fidèlement possible celui que le SEBC utilisera au cours de la troisième phase de l'UEM. Ainsi, les dispositions techniques et les infrastructures nécessaires, tant à la Banque qu'auprès de ses contreparties, pourront servir ensuite pour le système définitif du SEBC. La section 2.1 énumère les principales caractéristiques opérationnelles du régime transitoire de réserves obligatoires qui ont été retenues dans cette optique;
- b) Comme on l'explique à la section 2.2, pendant cette phase transitoire, la Banque adaptera dans une large mesure sa gestion du marché monétaire et l'usage de ses autres instruments au nouveau régime et elle adoptera le plus possible les caractéristiques du futur cadre opérationnel du SEBC, en veillant à ce que sa politique reste suffisamment efficace.

2.1 Principales caractéristiques du régime transitoire de réserves obligatoires

2.1.1 Nature du régime transitoire

Le régime transitoire ne fera pas l'objet d'une réglementation mais d'adhésions volontaires : chaque établissement invité à y participer (voir point 2.1.3) est libre d'y adhérer ou non, étant entendu que l'accès aux opérations d'open

market de la Banque (voir point 2.2.1) sera réservé aux établissements participants, l'accès aux facilités permanentes (voir point 2.2.2) demeurant ouvert à tous les établissements de crédit établis dans l'UEBL.

2.1.2 Durée du régime transitoire

Le régime transitoire sera en vigueur pendant une période de quatre mois, prenant cours le 1^{er} septembre 1998 et se terminant le 31 décembre 1998.

2.1.3 Etablissements participants

Seuls les établissements de crédit établis en Belgique et figurant comme tels sur la liste dressée par la Commission bancaire et financière, conformément à la première directive bancaire, peuvent participer au régime transitoire². La participation à ce régime n'est toutefois effective qu'après la signature d'un document d'adhésion.

2.1.4 Montant des réserves obligatoires

Un montant total de réserves obligatoires de l'ordre de 25 milliards de francs est visé. Ce montant, qui représente environ le sixième de celui qui pourrait résulter des décisions de la BCE, suffit à compenser les fluctuations des déterminants autonomes de la liquidité du marché monétaire belge et tient compte, en outre, du fait que chaque établissement de crédit doit disposer d'une marge de manœuvre suffisante pour pouvoir ajuster le montant journalier de ses réserves avec souplesse dans le cadre d'une gestion globale de sa trésorerie.

2.1.5 Calcul des réserves obligatoires (assiette des réserves, coefficient des réserves, franchise)

En vue d'approcher le plus possible le système de celui prévu par la BCE, les dispositions suivantes seront appliquées.

² Dans le cadre de l'association monétaire belgo-luxembourgeoise, la possibilité de participer est également offerte aux établissements de crédit établis au Grand-Duché de Luxembourg.

2.1.5.1 Assiette des réserves obligatoires

La définition retenue est très large, comme celle utilisée par le SEBC : l'ensemble des dettes³ sous la forme de dépôts (à l'exclusion des repos) ainsi que de titres, d'une durée initiale de deux ans au plus, quelle que soit la monnaie dans laquelle elles sont libellées et quelle que soit la contrepartie, à l'exception des dépôts de banques centrales et d'établissements de crédit établis dans les pays participants à l'union monétaire, est inclus dans l'assiette des réserves⁴.

2.1.5.2 Coefficient des réserves obligatoires

Un coefficient uniforme de 0,3 p.c. est appliqué à l'ensemble des rubriques incluses dans l'assiette des réserves.

2.1.5.3 Franchise

Une franchise de 4 millions de francs est appliquée aux réserves obligatoires de l'ensemble des établissements de crédit, ce qui exempte de fait et de façon non discriminatoire les petits établissements d'obligations en matière de réserves.

2.1.5.4 Réserves obligatoires

Concrètement, le montant des réserves obligatoires de chaque établissement de crédit s'élèvera donc à

$$(\text{assiette des réserves} \times 0,003) - 4 \text{ millions de francs}$$

le résultat étant arrondi au multiple le plus proche de 1 million de francs.

Avant le début de chaque période de constitution, la Banque informera chaque établissement de crédit du montant de ses réserves obligatoires.

³ Un point de vue strictement territorial est adopté : en ce qui concerne les établissements de crédit établis en Belgique, seuls les engagements contractés par leurs sièges belges figurent dans l'assiette des réserves.

⁴ Au début de la période d'application du régime transitoire, l'assiette des réserves sera toutefois limitée, pour des raisons techniques, aux dettes d'une durée initiale d'un an au plus envers la clientèle non bancaire.

2.1.6 Période de constitution

La période pendant laquelle chaque établissement de crédit devra satisfaire en moyenne à son obligation (période de constitution) correspondra au mois civil. La phase de transition comprendra donc quatre périodes de constitution (la première étant le mois de septembre) et précédera immédiatement la première période de constitution du système de réserves obligatoires du SEBC, qui débutera le 1^{er} janvier 1999.

2.1.7 Période de référence

Compte tenu du raccourcissement progressif du délai de communication prévu pour le nouveau schéma A, appliqué depuis la fin de mai 1998, les données de la fin des mois de juin, juillet, septembre et octobre seront utilisées successivement pour le calcul de l'assiette des réserves des mois de constitution de septembre, octobre, novembre et décembre.

2.1.8 Rémunération des réserves obligatoires

Les avoirs de réserves obligatoires seront rémunérés à un taux égal à la moyenne pondérée des taux que la Banque aura appliqués, au cours de la période de constitution écoulée, aux crédits octroyés par adjudication hebdomadaire, qui constitueront la principale forme d'octroi de liquidités aux établissements de crédit. Ce taux de rémunération est calculé « ex post » afin de tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt au cours de la période de constitution.

Le paiement s'effectuera le premier jour ouvrable de la période de constitution suivante. Les réserves excédentaires éventuelles ne seront pas rémunérées, les établissements de crédit ayant la possibilité de faire usage de la facilité de dépôt.

2.1.9 Respect des obligations en matière de réserves obligatoires, soldes négatifs des réserves, transferts des déficits ou excédents des réserves

Les réserves seront détenues sur un compte de réserve spécifique auprès de la Banque. La vérification des obligations en matière de ré-

servés s'effectuera sur la base de moyennes journalières (jours civils, c'est-à-dire samedis, dimanches et jours fériés compris). Pour répondre à ses obligations en matière de réserves obligatoires, chaque établissement de crédit devra donc atteindre, au cours de la période de constitution, une moyenne par jour civil de ses avoirs en compte de réserve qui soit au moins égale à son obligation en matière de réserves obligatoires telle qu'elle est définie au point 2.1.4.4.

Les soldes négatifs du compte de réserve ne seront pas autorisés. Les transferts de déficits ou d'excédents des réserves à la période de constitution suivante seront également exclus.

2.1.10 Sanctions en cas de non-respect des obligations en matière de réserves

Pour que la politique de taux de la Banque garde son efficacité, les établissements participants devront respecter scrupuleusement leurs obligations. Un taux pénalisateur égal au taux d'intérêt des avances en compte courant en vigueur le dernier jour ouvrable de la période de constitution, augmenté de 150 points de base, sera imputé sur les insuffisances constatées de réserves obligatoires.

Les intérêts à payer seront portés en compte le premier jour ouvrable de la période de constitution suivante.

2.2 Ajustement des instruments de politique monétaire pendant la période d'application du régime transitoire de réserves obligatoires

La fonction de stabilisateur automatique du système de réserves obligatoires avec calcul de moyennes implique un ajustement sensible des autres instruments de politique monétaire (interventions de réglage fin, opérations périodiques d'open market, facilités permanentes). A cette occasion, la Banque introduira en outre déjà quelques spécifications importantes des instruments du SEBC. La politique de communication de la Banque, ainsi que certaines dispositions techniques, seront également modifiées.

2.2.1 Opérations d'open market⁵

2.2.1.1 Adjudications hebdomadaires

Durant la période d'application du régime transitoire de réserves obligatoires, tout comme au cours de la troisième phase, la Banque accordera les liquidités dont les participants au marché monétaire ont besoin, essentiellement au moyen d'adjudications périodiques accessibles à de nombreuses contreparties⁶. L'instrument central de régulation du marché monétaire sera donc constitué par les adjudications hebdomadaires de crédits. En conformité avec les instruments futurs de la politique monétaire du SEBC, la durée de ces crédits sera portée à deux semaines dès la phase de transition.

Le taux de ces crédits octroyés par adjudication deviendra le taux directeur de la politique monétaire belge. Afin de lier étroitement celle-ci à la politique monétaire de la Bundesbank jusqu'à la fin de la deuxième phase, les adjudications de crédits se dérouleront selon un calendrier permettant de réagir rapidement aux décisions du Conseil de la Bundesbank en matière de taux d'intérêt : adjudication annoncée le jeudi et organisée le vendredi, date de valeur le lundi. Contrairement à la situation actuelle, dans laquelle la date de valeur se situe deux jours bancaires après l'adjudication, dans le nouvel environnement, la date de valeur surviendra donc déjà un jour bancaire après l'adjudication. Cette pratique aura également cours pendant la troisième phase.

Cet octroi hebdomadaire de crédits par la Banque ne revêtira désormais plus que la forme de prêts sur nantissement d'effets publics. Par conséquent, les effets de commerce ne pourront plus être mobilisés, durant la période du régime transitoire, que dans le cadre de la facilité d'escompte.

Il faut signaler, enfin, que les montants des lignes de crédit existant actuellement pour les

⁵ L'accès aux opérations d'open market, qu'il s'agisse des interventions de réglage fin sur le marché monétaire ou des adjudications hebdomadaires, sera réservé aux établissements de crédit qui auront accédé de manière formelle au régime transitoire.

⁶ Pendant la période du régime transitoire, il s'agira de l'ensemble des établissements de crédit qui auront accédé de manière formelle à ce régime.

avances en compte courant, qui seront supprimées dans le cadre de l'ajustement des facilités permanentes, pourront encore être utilisés par la Banque comme limites des offres autorisées lors de l'adjudication hebdomadaire de crédits.

2.2.1.2 *Interventions de réglage fin sur le marché monétaire*

Dans le nouvel environnement de politique monétaire, les interventions de réglage fin sur le marché monétaire ne seront plus effectuées que de manière ponctuelle, lorsqu'en raison de certaines circonstances, le besoin s'en fera sentir.

Ces opérations d'open market de réglage fin, effectuées de préférence en recourant à des instruments influençant la liquidité le jour même de l'opération, seront exécutées avec un groupe limité de contreparties spécialisées; concrètement, la Banque, en prolongement de la politique actuelle, continuera, à cet effet, à s'adresser aux primary dealers établis en Belgique et au Luxembourg.

2.2.2 *Facilités permanentes*

Les facilités permanentes de fin de journée seront adaptées afin d'intégrer déjà les caractéristiques des instruments du SEBC. La panoplie d'instruments préparée pour le SEBC prévoit deux facilités permanentes : une facilité de crédit marginal et une facilité de dépôt. L'utilisation de ces facilités sera illimitée et les taux d'intérêt ne seront différenciés ni en fonction du statut des opérateurs, ni en fonction du montant du recours, à l'inverse de ce qui se fait actuellement en Belgique.

Les adaptations suivantes seront par conséquent apportées au système belge :

- suppression de la facilité spéciale de 350 millions de francs au taux central, réservée aux primary dealers. Le rôle joué par le taux central sera repris de fait par le taux de l'adjudication hebdomadaire de crédits;
- possibilité d'accès illimité à la facilité d'avances, pour autant qu'un nantissement suffisant ait été constitué. Par conséquent, les lignes de crédit pour les avances de fin de journée seront supprimées et le taux spécial des avances au-delà des lignes de crédit disparaîtra. Le taux unique des avances se situera normalement au

niveau du taux Lombard allemand;

- simplification de la facilité de dépôt par la rémunération de tous les dépôts au même taux. La subdivision en une tranche ordinaire et une tranche de dépassement disparaîtra donc. Le taux des dépôts de fin de journée sera toujours inférieur au taux d'escompte.

Il convient de noter que la facilité d'escompte pourra continuer à être utilisée aux conditions actuelles, étant entendu que la date d'échéance des remises ne pourra pas dépasser le 15 décembre 1998, date à laquelle la facilité d'escompte sera supprimée.

2.2.3 *Politique de communication*

Afin de faire connaître la situation en matière de liquidité au cours de la période de constitution de réserves, la Banque fournira des informations « ex post » pertinentes. Outre la situation hebdomadaire et le commentaire qui s'y rapporte, elle publiera journallement les avoirs globaux en comptes de réserve, la moyenne par jour civil des réserves obligatoires atteinte durant la période de constitution en cours et la position totale des établissements de crédit dans chacune des deux facilités permanentes à la fin du jour ouvrable précédent.

2.2.4 *Dispositions techniques*

Enfin, les principaux ajustements techniques sont les suivants :

- trois comptes courants seront ouverts au bénéfice de chaque établissement de crédit participant au régime transitoire et ayant des réserves obligatoires à constituer (un pour la détention d'avoirs de réserve, un pour la constitution de dépôts à un jour et un compte de liquidation pour les paiements avec recours possible à la facilité d'avances à un jour);
- les ouvertures de crédit intrajournalier et à un jour en compte de liquidation et d'avances, qui sont fonction des garanties fournies, pourront désormais être modifiées dans le courant de la journée même;
- l'IRG n'interviendra plus dans la formation des dépôts de fin de journée.

COMMUNICATIONS

1. BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

Avis de la Banque Nationale de Belgique relatif aux références aux taux d'intérêt de la Banque Nationale supprimés dans le cadre des nouveaux instruments de la politique monétaire.

La Banque a décidé, en concertation avec le secteur bancaire, d'intégrer, entre le 1^{er} septembre et le 31 décembre 1998, un système transitoire de réserves obligatoires dans les instruments de politique monétaire.

Les modifications qui en découlent conduisent à la suppression, à compter du 1^{er} septembre 1998, de différents taux instaurés par la Banque¹.

En vue d'assurer la continuité des dispositions contractuelles faisant référence aux taux abrogés, la Banque conseille aux parties de se référer, pour le remplacement de ces taux pendant la période du 1^{er} septembre au 31 décembre 1998, aux taux repris dans le tableau ci-dessous.

A partir du 1^{er} janvier 1999, conformément à la prochaine loi relative à l'introduction de l'euro, les références aux taux d'intérêt de la Banque Nationale de Belgique et de l'Institut de

Réescempte et de Garantie présentes dans des dispositions légales, réglementaires ou contractuelles seront remplacées par des références aux taux d'intérêt de la Banque centrale européenne, selon les modalités que le Roi fixera.

Le site web de la Banque Nationale de Belgique

En juillet 1998, la Banque a ouvert un site sur le World Wide Web d'Internet afin de faciliter la communication d'informations au grand public. Le site web de la Banque, qui est encore en développement, donne accès à un large éventail d'informations concernant l'organisation, les tâches et les opérations de celle-ci, ainsi que les publications qu'elle édite. Il permet en outre de consulter une sélection de données financières de base et d'indicateurs économiques pour l'économie belge. Les différentes adresses internet de la Banque Nationale de Belgique, qui donnent toutes accès au même site, sont : <http://www.nbb.be>, www.bnb.be, www.nationalbank.be, www.banquenationale.be, www.nationalbank.be.

¹ Seul le taux d'escompte restera en vigueur dans sa forme actuelle jusqu'au 15 décembre 1998. Du 15 décembre au 31 décembre 1998, le taux du 15 décembre constituera le taux de référence.

TAUX D'INTERET ABROGES A PARTIR DU 1^{er} SEPTEMBRE 1998	TAUX D'INTERET DE REFERENCE CORRESPONDANTS POUR LA PERIODE DU 1^{er} SEPTEMBRE 1998 AU 31 DECEMBRE 1998
Taux d'intérêt sur les avances en compte-courant au-dehors des lignes de crédit	Taux d'intérêt pour insuffisance de réserves
Taux d'intérêt sur les avances en compte-courant dans les lignes de crédit	Taux d'intérêt sur les avances en compte-courant
Taux central	Taux sur les crédits octroyés par adjudication
Taux IRC pour les soldes de fin de journée Tranche ordinaire	Taux des dépôts
Taux IRC pour les soldes de fin de journée Tranche de dépassement	Taux des dépôts diminué de 100 points de base
TAUX D'ESCOMPTE ABROGE AU 15 DECEMBRE 1998	Le taux d'escompte abrogé constitue le taux de référence pour la période du 15 au 31 décembre 1998

2. INSTITUT MONETAIRE EUROPEEN

Rapport annuel 1997 de l'Institut monétaire européen

Le 5 mai 1998, l'IME a publié son quatrième et dernier rapport annuel.

A l'instar des années précédentes, ce rapport décrit la situation économique, monétaire et financière de l'UE pendant l'année écoulée, expose les grandes lignes des activités de l'IME, notamment les travaux préparatoires à la troisième phase, et présente les comptes annuels.

Comme le décrit l'avant-propos du président, M. Duisenberg, les travaux préparatoires à la troisième phase ont suivi leur cours en 1997, dans le strict respect du calendrier. Parmi les nombreux domaines où des progrès significatifs ont été obtenus, on peut mentionner plus particulièrement :

- en ce qui concerne la stratégie, les avancées réalisées dans le recensement des stratégies susceptibles d'être retenues pour la troisième phase (avec l'établissement d'une série d'éléments-clés qui caractériseront la stratégie du SEBC) et dans l'élaboration de l'infrastructure analytique et économétrique qui servira de support aux décisions de politique monétaire;
- la définition des spécifications techniques relatives au cadre opérationnel du SEBC et la mise au point des outils et systèmes informatiques nécessaires à la mise en œuvre de la future politique monétaire du SEBC;
- les progrès notables effectués dans la mise en œuvre des obligations statistiques pour la conduite de la politique monétaire unique dans la troisième phase, qui permettront la mise à la disposition du SEBC, dans le courant de 1998, de données établies d'après la nouvelle base;
- la mise au point d'un projet d'accord sur le MCE II (mécanisme de change européen), qui doit être approuvé par la BCE;
- les progrès relatifs aux aspects organisationnels, à la mise en œuvre et aux procédures de test de l'infrastructure informatique du SEBC et du système TARGET;
- la publication des dessins définitifs des billets de banque en euro.

Durant sa brève existence, l'IME a mené à bien, en vue de la troisième phase de l'UEM, des préparatifs techniques approfondis qui permettent d'envisager avec confiance l'introduction de la monnaie unique au début de 1999. Les fondements concrets posés par l'IME devraient aider le SEBC/BCE à devenir une institution solide qui poursuivra avec détermination son objectif premier de sauvegarde de la stabilité des prix dans la zone euro, créant ainsi les conditions nécessaires à une croissance économique durable.

En Belgique, ce rapport est distribué par la Banque Nationale de Belgique, service Documentation, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (téléphone : 02/221.20.41; fax : 02/221.30.42).

3. BANQUE CENTRALE EUROPEENNE

Lors de sa réunion du 7 juillet 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris un certain nombre de décisions dans le cadre des travaux préparatoires à la troisième phase :

- l'introduction d'un système de réserves obligatoires dès le début de la troisième phase, dont les caractéristiques sont présentées dans l'article « Réserves obligatoires : spécifications du système du SEBC et introduction d'un système transitoire au cours des derniers mois de 1998 »;
- les principales modalités du transfert initial à la BCE des avoirs de réserves en monnaies étrangères, qui aura lieu le premier jour de 1999. Ce transfert devrait, compte tenu de l'importance relative des banques centrales qui ne participent pas dès le départ à la zone euro, se chiffrer à quelque 39,46 milliards d'euros et comporterait 15 p.c. d'or et 85 p.c. de monnaies étrangères;
- l'autorisation pour les banques centrales et les établissements de crédit de l'Union européenne qui ne font pas partie de la zone euro de participer au système TARGET et les conditions de cette participation (pas de crédits à un jour et limites à l'accès aux crédits intrajournaliers);
- des dispositions visant à assurer la protection légale des billets en euro.

Communications arrêtées au 31 juillet 1998.

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

