

Revue économique

2 - 2004



© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés. La reproduction partielle ou intégrale de cette publication à des fins éducatives et non commerciales est autorisée moyennant mention de la source.

ISSN 1372-3162

Table des matières

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES 2004-2005 POUR LA BELGIQUE	7
LA TRANSMISSION DES IMPULSIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE EN BELGIQUE	37
STRUCTURE DES RECETTES PUBLIQUES	47
SUMMARIES OF ARTICLES	61
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPERS SERIES	63

Projections économiques 2004-2005 pour la Belgique

Introduction

La conjoncture économique en Belgique s'est sensiblement redressée depuis la mi-2003, sous l'impulsion principalement de la demande extérieure. Cette amélioration s'est produite après une période de faible croissance, longue de près de trois ans, néfaste pour l'emploi et l'investissement, tandis que cette faiblesse conjoncturelle limitait l'inflation, comprimée aussi par l'appréciation de l'euro. C'est dans ce contexte que s'incrivent les projections économiques de la Banque pour 2004 et 2005, présentées dans cet article.

Les projections ont été établies dans le cadre d'exercices réalisés deux fois par an conjointement par les experts de la BCE et ceux des banques centrales nationales de l'Eurosystème. Dans une procédure visant à assurer une base d'appréciation commune entre les différents pays tout en tenant compte de leurs particularités, les banques centrales nationales sont notamment chargées d'établir des projections pour leur économie, dont l'agrégation donne les projections pour la zone euro⁽¹⁾. Celles-ci sont publiées en juin et en décembre par la BCE. Jusqu'à présent, les résultats pour la Belgique faisaient l'objet d'une diffusion uniquement en juin, limitée aux estimations pour l'année en cours. Dans un souci de transparence, la Banque a décidé de publier dans la Revue économique, deux fois par an, à la même date que la BCE, les projections pour l'année courante et l'année suivante.

Les projections économiques réalisées par la Banque constituent un cadre permettant de résumer et d'intégrer de manière cohérente les informations disponibles et l'appréciation qui en est faite, quant aux développements récents et aux perspectives. Elles sont établies en combinant les résultats de modèles économétriques⁽²⁾

et le jugement des experts. Elles sont conditionnées par les hypothèses retenues dans le cadre de l'Eurosystème quant à l'environnement international et à l'évolution des taux d'intérêt, des cours de change ou des prix des matières premières, et aux résultats pour la zone euro. En l'occurrence, les projections pour la zone euro tablent sur la poursuite en 2004 et 2005 du mouvement de reprise progressive amorcé à la mi-2003 et sur une inflation relativement modérée.

De plus, des hypothèses propres à l'économie belge doivent également être arrêtées pour les variables dont l'évolution est en grande partie déterminée de manière discrétionnaire par les agents économiques. C'est, par exemple, le cas des accords salariaux issus des négociations entre les partenaires sociaux, ainsi que des décisions des pouvoirs publics concernant le budget.

En matière de coûts salariaux dans le secteur privé, les évolutions retenues pour 2005 reposent sur l'application du système actuel de formation des salaires, dans lequel la norme est calculée sur la base de l'évolution prévue en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. Les indications encore fragmentaires et incertaines actuellement disponibles pour ces trois pays conduisent à retenir un accroissement relativement modéré des coûts salariaux, contribuant à la reprise de l'emploi et au confinement des pressions sur les coûts et les prix.

(1) Pour plus d'informations sur les procédures de l'Eurosystème, voir ECB (2001) « A Guide to Eurosystem Macroeconomic Projection Exercises », *ECB Occasional Paper*, June 2001.

(2) Le modèle trimestriel de la Banque occupe une place centrale dans ce cadre. Une description peut en être trouvée dans Ph. Jeanfils (2000), « A Model with Explicit Expectations for Belgium », *NBB Working Paper*, No. 4, National Bank of Belgium, March 2000. Depuis cette publication, le modèle a été réestimé et certaines équations de comportement ont été reformulées.

Les résultats des finances publiques sont dérivés de manière mécanique, compte tenu de l'effet endogène de l'environnement macroéconomique, d'une évolution des dépenses basée sur les évolutions historiques et des mesures déjà décidées. Les nouvelles actions des pouvoirs publics en matière de recettes ou de dépenses modifieront ces résultats. En particulier, le budget 2005 qui sera arrêté à l'automne n'est pas intégré dans cet exercice. Le cas échéant, les mesures qui seraient prises pourraient affecter à leur tour les projections pour l'ensemble de l'économie.

Comme toutes prévisions, les projections présentées ici doivent être considérées comme le résultat le plus probable, étant donné les hypothèses retenues. Elles sont toutefois entourées d'incertitudes. Ainsi, la reprise engagée en Belgique et dans la zone euro pourrait à court terme être un peu plus vigoureuse que prévu. Dans le même temps, les principaux risques portent sur l'évolution future des cours de change et des taux d'intérêt à long terme, dans le contexte des déficits persistants de la balance courante et des comptes publics aux États-Unis. En outre, si elles perduraient, voire s'amplifiaient, les hausses récentes des cotations sur les marchés pétroliers pourraient freiner la croissance et accélérer l'inflation.

Le premier chapitre de l'article est consacré à l'environnement international. Il comporte une description des évolutions récentes et des prévisions de printemps des principales institutions internationales pour les grandes zones économiques, y compris les projections de l'Euro-système pour la zone euro. Les hypothèses retenues au niveau de l'Eurosystème font l'objet d'un encadré; elles s'appliquent tant à la zone euro qu'à la Belgique. Les trois chapitres suivants présentent de manière détaillée la situation récente et les projections pour l'économie nationale. Ils portent respectivement sur l'activité, l'emploi et des principales composantes de la dépense (chapitre 2), les évolutions des prix et des coûts (chapitre 3) et les résultats en matière de finances publiques (chapitre 4). Enfin, le dernier chapitre présente une synthèse des résultats d'autres institutions.

Les projections pour la Belgique ont été arrêtées sur la base des informations disponibles au 25 mai 2004.

Encadré 1 – Variations saisonnières et effets de calendrier dans les projections

Outre les effets liés aux saisons, les observations économiques peuvent être affectées par le nombre variable des différents jours de la semaine que comptent les périodes successives d'examen – mois, trimestres, voire années – le niveau de production ou de consommation n'étant pas le même le dimanche, le lundi, le mardi, etc. Pour éviter de perturber l'analyse par ce biais, les institutions statistiques utilisent des méthodes permettant de filtrer ces effets. Ainsi l'ICN publie depuis plusieurs années des comptes trimestriels corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier.

Conformément à l'usage de l'Eurosystème, les projections d'activité, d'emploi et de volume de travail, et de demande sont établies sur une base trimestrielle, sans tenir compte des effets spécifiques liés à la saisonnalité et aux irrégularités de calendrier. Ainsi, les séries présentées dans le chapitre 2, y compris les données annuelles obtenues par agrégation des résultats trimestriels, sont de même nature que les statistiques corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier de l'ICN. Leur évolution reflète en principe uniquement les développements économiques fondamentaux, liés notamment aux mouvements conjoncturels ou tendancielles.

En revanche, les comptes des secteurs, en particulier les comptes des pouvoirs publics présentés dans le chapitre 4, sont établis et présentés en tenant compte des effets de calendrier, conformément à ce qui prévaut dans l'établissement des comptes des pouvoirs publics, selon la comptabilité nationale.

Les effets de calendrier ne donnent lieu qu'à des déviations provisoires du niveau des variables économiques et s'annulent rapidement au fil du temps. Ils peuvent néanmoins exercer un effet perceptible sur les variations entre deux périodes successives. Ainsi, le taux de croissance effectif du PIB serait augmenté d'environ 0,1 point en 2004 du fait de l'année bissextile, et serait diminué d'environ 0,25 point en 2005, qui compte un jour de moins que l'année précédente et, en outre, comporte 53 samedis.

1. Environnement international

Les perspectives entourant l'environnement international en 2004 et 2005 sont devenues plus favorables au cours des derniers mois. Une reprise mondiale, qui s'accompagne d'une croissance robuste du commerce international, se dessine en effet de plus en plus nettement depuis la mi-2003.

1.1 Hausse de la croissance de l'économie mondiale en 2003

Aux États-Unis, la croissance s'est encore raffermie en 2003. La consommation privée a continué de soutenir l'activité tout au long de l'année et les investissements, comme les exportations, ont sensiblement rebondi au deuxième semestre. Parallèlement, les importations ont cependant fortement progressé au quatrième trimestre. Au Japon, la croissance a été supérieure aux attentes en 2003, particulièrement au dernier trimestre, sous l'effet d'un rapide accroissement des exportations et d'une reprise des investissements. Dans les autres pays asiatiques, la croissance économique a avoisiné 7 p.c. en 2003 ; en Chine et en Inde, elle a même atteint, respectivement, quelque 9 p.c. et plus de 7 p.c. Dans les pays de la Communauté des États indépendants, notamment en Russie, le rythme de croissance de l'économie a aussi dépassé 7 p.c. Le PIB a poursuivi sa forte progression en Europe centrale et orientale et dans les pays du Moyen-Orient. Par ailleurs, une accélération a également été observée dans d'autres parties du monde, comme l'Amérique latine et l'Afrique.

L'activité économique s'est aussi améliorée, avec un certain décalage, dans la zone euro. Ainsi, après avoir stagné au premier semestre, l'activité s'est de nouveau accrue au second semestre de 2003. Les exportations ont fortement progressé au troisième trimestre, sous l'effet du renforcement des marchés extérieurs. Les investissements ont repris au quatrième trimestre. En revanche, la consommation privée est restée atone. La reprise dans la zone euro est demeurée nettement en retrait de celle observée aux États-Unis, tant en ce qui concerne le moment auquel elle est intervenue que son amplitude: la hausse du PIB ne s'est élevée qu'à 0,4 p.c. sur l'ensemble de l'année.

Outre les mesures budgétaires de stimulation de l'économie aux États-Unis, l'accélération de la croissance mondiale en 2003 a pu s'appuyer dans une large mesure sur des coûts du financement limités, en raison notamment du bas niveau des taux d'intérêt dans les principaux pays industrialisés, dans un contexte d'inflation modérée. De surcroît, l'écart de rendement entre les obligations d'entreprises et les emprunts publics s'est considérablement réduit.

Les taux d'intérêt sont demeurés bas durant les quatre premiers mois de 2004. Ainsi, aux États-Unis, le taux cible des fonds fédéraux a été maintenu à 1 p.c. Dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème inchangé à 2 p.c., cette décision reflétant son appréciation que l'orientation de la politique monétaire était appropriée pour préserver la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro.

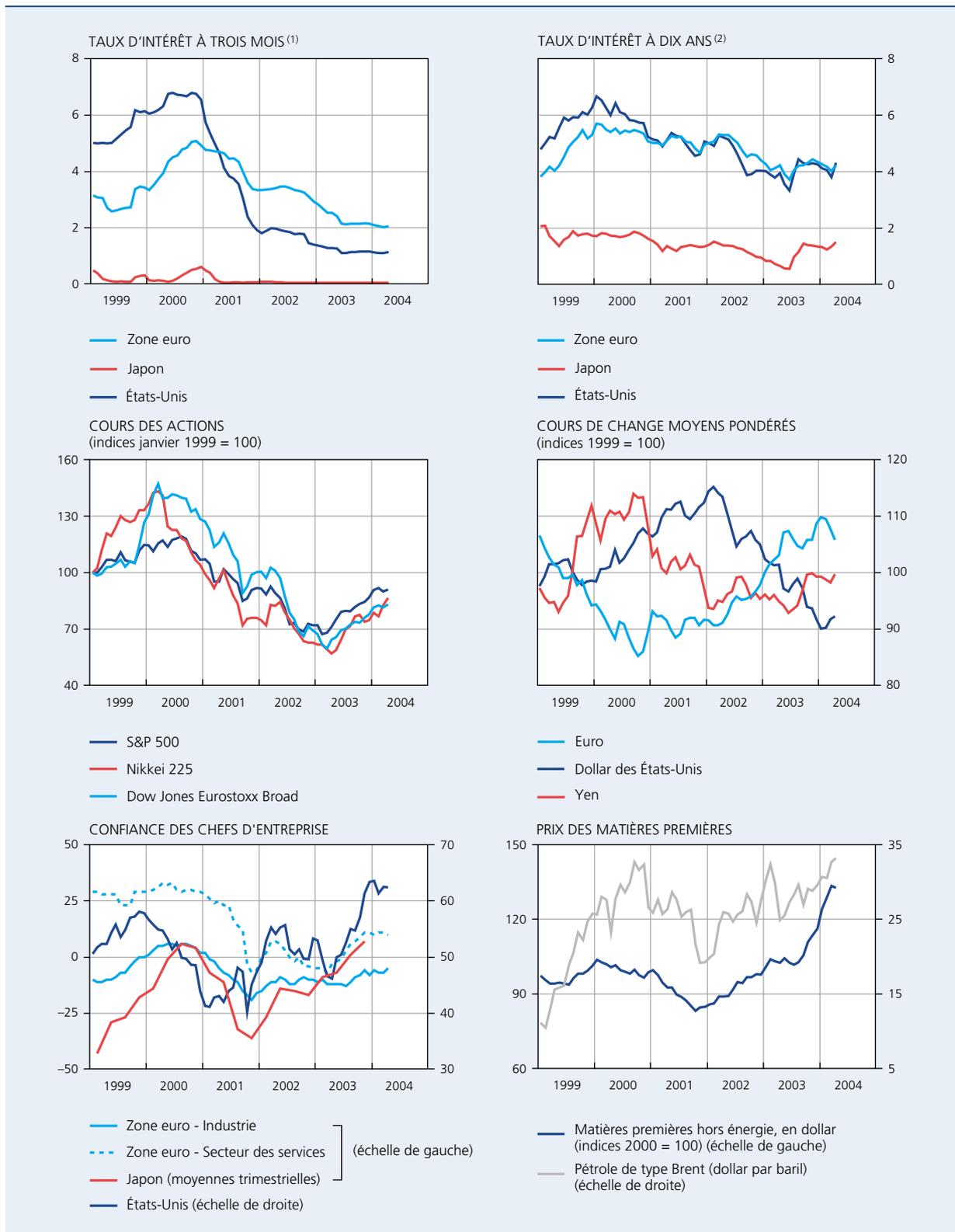
Dans les principales économies, les taux d'intérêt à dix ans des emprunts de référence se sont situés, en moyenne, à un faible niveau en 2003 par rapport aux années précédentes. Après une interruption au second semestre de 2003, ils ont à nouveau baissé aux États-Unis et dans la zone euro au cours des trois premiers mois de 2004. Des signes d'anticipation d'une hausse se sont toutefois manifestés récemment. Ainsi, dans un contexte de reprise de l'activité, le taux d'intérêt à dix ans aux États-Unis a progressé en moyenne de quelque 50 points de base en avril par rapport au mois précédent et ce mouvement s'est poursuivi dans la première moitié du mois de mai. Les taux se sont également redressés dans la zone euro et au Japon, quoique dans une moindre mesure. Par ailleurs, les autorités monétaires des États-Unis ont annoncé le 4 mai 2004 que la politique accommodante pourrait être abandonnée, vraisemblablement à un rythme mesuré.

Pour 2004 et 2005, les organismes internationaux estiment que la reprise continuera à être soutenue dans le monde, en particulier dans la zone euro, par le bas niveau des coûts de financement, dans un contexte d'inflation modérée. Aux États-Unis, les effets sur les prix de la dépréciation passée du dollar et de l'amélioration attendue du marché de l'emploi devraient demeurer relativement limités, grâce notamment à une croissance soutenue de la productivité et à la marge encore disponible en matière d'utilisation des capacités de production. Au Japon, les pressions déflationnistes ne s'affaibliraient que progressivement ; le rythme de hausse des prix à la consommation ne deviendrait, selon certains organismes internationaux, légèrement positif qu'en 2005 seulement. En ce qui concerne la zone euro, il semble que l'écart de production négatif, les pressions restreintes émanant des salaires et l'appréciation passée de l'euro exerceront un effet modérateur sur les prix.

Du deuxième trimestre de 2003 à février 2004, les cours ont de nouveau progressé sur les principaux marchés boursiers. En mars 2004, des pressions à la baisse importantes sur les cotations ont cependant été observées sur certains marchés et, après s'être redressés en avril, les cours ont de nouveau reculé dans la première moitié du mois de mai.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTIONS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES ET ÉVOLUTION DE LA CONFIANCE DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

(moyennes mensuelles, sauf indication contraire)



Sources : BCE, BRI, CE, HWWA, ISM, OCDE, BNB.

(1) Taux d'intérêt des dépôts interbancaires à trois mois.

(2) Rendement des emprunts publics à dix ans (emprunts de référence).

Le cours de change moyen pondéré de l'euro, qui avait continué à progresser fortement en 2003, s'est encore raffermi au début de 2004, avant de refluer en mars et avril. Le cours effectif nominal du dollar des États-Unis a évolué en sens inverse. À partir de mars, le dollar a manifestement été soutenu par l'appréciation plus positive, par les opérateurs de marché, des perspectives économiques des États-Unis. Le yen s'est apprécié dans la seconde moitié de 2003, compte tenu des signes d'une reprise soutenue de l'économie japonaise. En avril 2004, le cours de change moyen pondéré du yen s'établissait encore à peu près au même niveau qu'en décembre 2003.

Par ailleurs, la reprise mondiale s'est inscrite en 2003 dans le prolongement de l'évolution favorable de la confiance observée dans les principales économies. Aux États-Unis, l'indicateur de la confiance des chefs d'entreprise a sensiblement progressé à partir de mai 2003 et a atteint un niveau élevé en fin d'année. Depuis le début de 2004, il fluctue autour de ce niveau élevé, signe d'une poursuite de l'expansion de l'économie. Au Japon, la confiance des chefs d'entreprise s'est améliorée de manière quasi ininterrompue depuis le début de 2002. Dans la zone euro, elle s'est renforcée à compter du printemps 2003. Cette amélioration s'est interrompue en novembre 2003, tant dans l'industrie que dans le secteur des services; toutefois, la confiance des chefs d'entreprise dans l'industrie a remonté en avril 2004.

Les cours du pétrole brut et d'autres matières premières ont, en moyenne, progressé d'environ 14 p.c. en 2003 par rapport à l'année précédente. Ce renchérissement s'est néanmoins essentiellement manifesté dans la deuxième moitié de l'année; il a d'ailleurs favorisé l'expansion dans certains pays, notamment en Russie et dans les pays membres de l'OPEP. Les prix pétroliers ont poursuivi leur progression pendant les quatre premiers mois de 2004. Ainsi, le cours du pétrole brut de type Brent a atteint un sommet de 38,7 dollars le baril le 14 mai. Cette hausse est imputable à la vigueur de la demande aux États-Unis et en Asie, au bas niveau des stocks commerciaux aux États-Unis, à l'annonce par l'OPEP d'une limitation de production en raison de l'anticipation du recul saisonnier attendu de la demande et, en mai, aux inquiétudes croissantes quant à la continuité de l'approvisionnement en pétrole. Parallèlement, l'envolée des prix d'autres matières premières, exprimés en dollars des États-Unis, s'est poursuivie, principalement sous l'effet du surcroît de la demande mondiale.

1.2 Perspectives pour 2004 et 2005

Les données relatives aux premiers mois de l'année indiquent une extension et un renforcement de la reprise mondiale en 2004. Les principaux organismes internationaux s'attendent à ce que l'activité économique dans le monde augmente à un rythme d'environ 4,5 p.c. en moyenne. Quoi qu'il en soit, la croissance réalisée en moyenne sur l'année sera favorablement influencée par l'effet de niveau dû au renforcement de l'activité dans la seconde moitié de 2003. En 2005, la croissance devrait régresser légèrement, pour revenir à un rythme plus soutenable.

Stimulée par les investissements et une croissance persistante et vigoureuse de la productivité, l'expansion aux États-Unis devrait se poursuivre en 2004. L'amélioration progressive sur le marché du travail apporterait un soutien à la consommation privée. La croissance s'affaiblirait toutefois en 2005. Au Japon, la croissance se raffermirait également en 2004, avant de refluer quelque peu en 2005. Il semble que la reprise sera largement soutenue par la progression des exportations, tandis que la demande intérieure sera confortée par le maintien des taux d'intérêt à court terme à zéro. Suivant les prévisions, l'expansion se poursuivra dans les autres pays asiatiques en 2004 et 2005 à un rythme de 7 p.c. au moins, grâce aux exportations, notamment vers les États-Unis, et à la fermeté de la demande intérieure. En Russie et dans d'autres membres de la Communauté des États indépendants, la croissance de l'économie atteindrait respectivement quelque 6 et 5 p.c. en 2004 et 2005. Les pays qui ont adhéré à l'UE le 1^{er} mai et le Royaume-Uni enregistraient une croissance importante en 2004 et 2005, sous l'effet de la demande intérieure et de la continuation des modifications structurelles dans les premiers. La progression de l'activité devrait s'accélérer sensiblement dans d'autres parties du monde, telles que l'Amérique latine et l'Afrique.

L'accélération de la croissance mondiale en 2004 et 2005 devrait s'accompagner d'une expansion vigoureuse du commerce mondial; elle s'est d'ailleurs déjà manifestée au deuxième semestre de 2003. Dans l'ensemble, les organismes internationaux anticipent un accroissement en volume du commerce mondial de biens et services de quasiment 7 à 8,5 p.c. en 2004 et de 7 à 10 p.c. environ en 2005, notamment en raison du dynamisme de la croissance en Asie et de l'augmentation des relations commerciales intrarégionales de cette zone, qui favoriserait également le commerce avec le reste du monde. Cette vive progression des échanges mondiaux entraînera un développement important des marchés à l'exportation de la zone euro.

TABLEAU 1 PRÉVISIONS DE PRINTEMPS DES ORGANISMES INTERNATIONAUX POUR 2004 ET 2005

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

	2003			2004			2005		
	Réalisations	CE	FMI	OCDE	CE	FMI	OCDE		
PIB à prix constants									
États-Unis	3,1	4,2	4,6	4,7	3,2	3,9	3,7		
Japon	2,7	3,4	3,4	3,0	2,3	1,9	2,8		
Zone euro	0,4	1,7	1,7	1,6	2,3	2,3	2,4		
Inflation⁽¹⁾									
États-Unis	2,3	1,4	2,3	2,3	1,2	2,2	2,0		
Japon	-0,3	0,0	-0,4	-0,2	0,2	-0,1	0,1		
Zone euro	2,1	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,4		
Taux de chômage⁽²⁾									
États-Unis	6,0	5,6	5,5	5,5	5,6	5,4	5,2		
Japon	5,3	4,8	4,9	5,0	4,7	4,9	4,6		
Zone euro	8,8	8,8	9,1	8,8	8,6	8,9	8,5		

Sources : CE, FMI, OCDE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

Le faible taux d'accroissement enregistré en moyenne en 2003 dans la zone euro masque une reprise dans le courant de l'année. Selon une première estimation provisoire, celle-ci se serait poursuivie au début de 2004 : le PIB aurait crû de 0,6 p.c. au premier trimestre. La progression de l'activité dans la zone euro s'amplifierait progressivement en 2004 et 2005 et la croissance passerait ainsi de 0,4 p.c. en 2003 à environ 1,7 p.c. en 2004 et 2,3 p.c. en 2005.

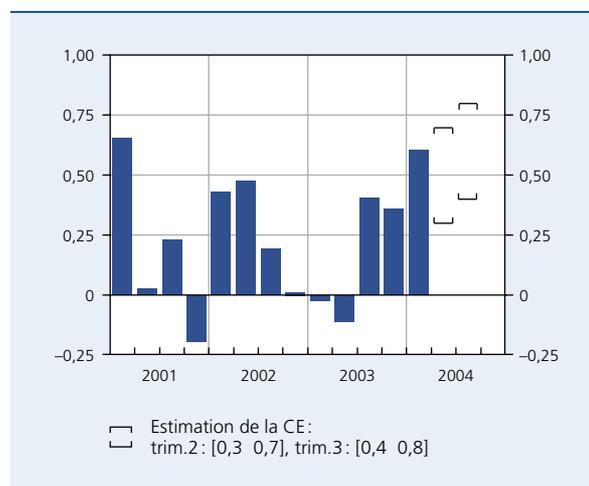
La croissance rapide des marchés à l'exportation devrait stimuler dans une large mesure les exportations de la zone euro en 2004 et 2005, les conséquences positives de l'augmentation du commerce mondial dépassant les effets négatifs de l'appréciation antérieure de l'euro. Ainsi, la CE table sur une progression en volume des exportations de biens et services de, respectivement, 4,9 et 5,9 p.c. en 2004 et 2005. Cette évolution irait toutefois de pair avec une croissance comparable des importations de biens et services, de sorte que les exportations nettes ne contribueraient pas à la croissance du PIB au cours de ces deux années.

Favorisés notamment par le redressement de la demande extérieure, les investissements donneront, selon les prévisions, une impulsion importante à la croissance de la zone euro en 2004 et 2005. Dans le prolongement de la croissance de cette composante des dépenses au quatrième trimestre de 2003, la CE évalue leur progression pour ces deux années à, respectivement, 2,4 et 3,6 p.c.

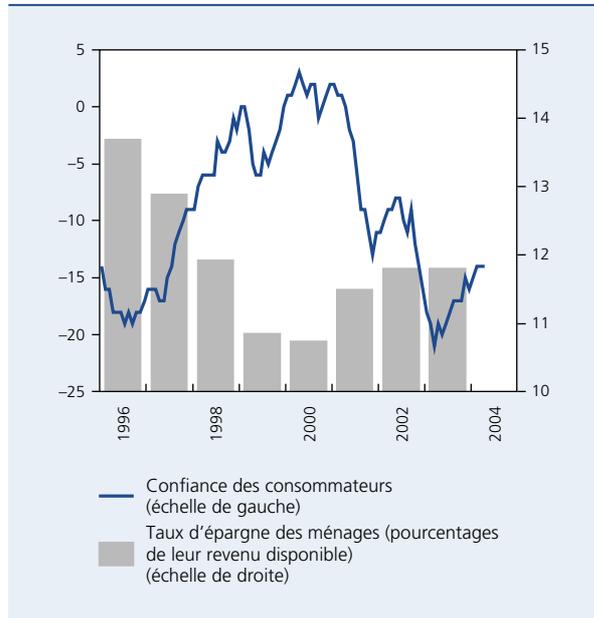
L'augmentation de la formation brute de capital fixe serait en outre soutenue par le faible niveau des coûts de financement. Pour se réaliser, une telle reprise des investissements suppose que la situation financière des sociétés non

GRAPHIQUE 2 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières, pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre précédent)



Source : CE.

GRAPHIQUE 3 TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES ET CONFIANCE DES CONSOMMATEURS DANS LA ZONE EURO

Sources : CE, OCDE.

financières se soit suffisamment redressée pour ne pas exercer d'effet de frein.

La consommation privée s'est accrue modérément les trois dernières années, en partie en raison d'une hausse du taux d'épargne des ménages. Après avoir baissé de façon tendancielle dans les années nonante, le taux d'épargne est en effet à nouveau remonté à partir de 2001. Cette évolution est allée

de pair avec un recul de la confiance des consommateurs en 2001 et 2002 et une amélioration très progressive seulement de celle-ci en 2003. Cette augmentation de la propension à épargner pourrait être imputable à la hausse de l'épargne de précaution, liée notamment à l'inquiétude grandissante quant aux conséquences budgétaires du vieillissement et à la soutenabilité des régimes de pension existants.

La consommation privée n'augmenterait que progressivement en 2004 et 2005 : selon les prévisions de la CE, elle ne croîtrait en 2004 que de 1,6 p.c., mais cette croissance s'accélérait en 2005 pour atteindre 2,3 p.c. En 2004, la consommation privée serait encore grevée par l'absence d'amélioration nette sur le marché du travail. Normalement, les évolutions favorables sur les marchés d'actions et immobilier en 2003 devraient exercer des effets de richesse positifs mais, compte tenu de la propension à consommer par rapport au patrimoine relativement limitée dans la zone euro, en comparaison des États-Unis et du Royaume-Uni, par exemple, les effets sur la consommation privée demeureront modestes en 2004. Une progression plus rapide de l'emploi est attendue pour 2005. Combinée à une nouvelle modération de l'inflation, celle-ci entraînerait une croissance plus vive du revenu disponible réel des ménages, ce qui devrait stimuler la consommation privée.

PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME POUR LA ZONE EURO

L'appréciation portée sur la croissance des principales économies et le commerce mondial dans le cadre des projections de l'Eurosysteme est sensiblement la même que celle des autres organismes internationaux. Ainsi, la demande extérieure a été le principal moteur du redressement récent de l'activité dans la zone euro.

TABEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Zone euro			p.m. : Belgique		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Inflation (IPCH)	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3	1,5	1,8	1,7
PIB en volume	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7	1,1	2,3	2,6
dont :						
Consommation privée	1,0	1,0 – 1,4	1,4 – 2,6	1,7	1,8	2,3
Consommation publique	2,0	0,9 – 1,9	0,4 – 1,4	2,8	2,3	2,2
Investissements	-0,8	0,7 – 2,9	1,9 – 5,1	1,1	1,3	4,5
Exportations	-0,2	3,2 – 6,0	5,0 – 8,2	2,1	4,9	5,4
Importations	1,7	2,8 – 6,2	5,0 – 8,4	3,8	4,4	5,0

Sources : BCE, BNB.

Encadré 2 – Hypothèses de l'Eurosystème

Les projections économiques de l'Eurosystème pour la zone euro, et celles qui y correspondent pour la Belgique, sont établies sur la base des hypothèses techniques suivantes :

- les **taux d'intérêt à court terme** sont fixés sur l'horizon des projections au niveau observé au moment de leur établissement de manière à faire apparaître les conséquences éventuelles du maintien des taux d'intervention de la politique monétaire. De ce fait, ces projections ne sont pas nécessairement les meilleures prévisions inconditionnelles, notamment pour les horizons lointains, dans la mesure où la politique monétaire agira toujours en vue de maintenir la stabilité des prix. Dans les projections sous revue, les taux interbancaires à trois mois sont fixés à 2,1 p.c. ;
- les **taux d'intérêt à long terme** en euro retenus résultent des anticipations du marché; ils se situaient à 4,3 p.c. au moment de l'établissement des projections, et devraient légèrement progresser, pour atteindre 4,5 p.c. à la fin de 2005 ;
- les **cours de change bilatéraux de l'euro** sont maintenus constants à leur valeur de début mai, à savoir pour la monnaie américaine, 1,19 dollar pour un euro ;
- conformément à l'évolution des prix implicites reflétée dans les contrats à terme, les **cours mondiaux du pétrole** devraient reculer lentement pendant la période de projection, à partir du niveau de près de 37 dollars par baril atteint dans la première moitié de mai 2004. En moyenne sur l'année, le baril de Brent serait coté à 34,6 dollars en 2004 et 31,8 dollars en 2005, contre 28,9 dollars en 2003.

Les évolutions attendues du commerce mondial et les résultats des projections des partenaires de la zone en matière de prix et de volume des échanges de biens et services permettent de dériver les conditions extérieures pour l'économie belge. Les marchés à l'exportation, calculés par la somme pondérée des importations des pays tiers, devraient se renforcer, progressant de plus de 5 p.c. en 2004 et de près de 7 p.c. en 2005. Alors que l'appréciation de l'euro avait fortement pesé sur les prix des concurrents en 2003, cet effet devrait s'atténuer pendant la période de projections. En moyenne annuelle, les prix des concurrents sont supposés diminuer encore de 1,5 p.c. en 2004 et augmenter de 1,5 p.c. en 2005.

HYPOTHÈSES RETENUES POUR LES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

	2003	2004	2005
	<i>(moyennes annuelles)</i>		
Taux interbancaires en euros à trois mois	2,3	2,1	2,1
Taux sur les obligations à dix ans	4,2	4,3	4,4
Cours de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,13	1,20	1,19
Cours du pétrole (dollar des États-Unis par baril)	28,9	34,6	31,8
	<i>(pourcentages de variation)</i>		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	2,5	5,3	6,9
Prix des concurrents à l'exportation	-7,1	-1,5	1,5
dont :			
Concurrents de la zone euro	-0,3	0,3	0,8

Source : BCE.

Un renforcement graduel est attendu dans le courant de 2004, dans un contexte de croissance mondiale soutenue et de politiques macroéconomiques relativement accommodantes. Le dynamisme interne de l'économie devrait progressivement augmenter, via les investissements des entreprises dans un premier temps. Après un certain délai, l'emploi reprendrait également, contribuant à l'accroissement du revenu disponible des ménages et au renforcement de leur confiance, ce qui se répercuterait favorablement sur la consommation privée. Au total, alors qu'elle avait été limitée à 0,5 p.c. en 2003, la croissance du PIB s'établirait entre 1,4 et 2,0 p.c. en 2004, et entre 1,7 et 2,7 p.c. en 2005.

Après avoir atteint 2,1 p.c. en 2003, l'inflation mesurée sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait se situer entre 1,9 et 2,3 p.c. en 2004, et revenir entre 1,1 et 2,3 p.c. en 2005. En effet, les pressions inflationnistes d'origine intérieure devraient demeurer faibles en raison du caractère progressif de la reprise économique, l'augmentation modérée des coûts salariaux associée à l'accroissement, de nature conjoncturelle, de la productivité, entraînant un ralentissement des coûts salariaux unitaires. Pour leur part, en dépit du renchérissement des produits pétroliers et des matières non énergétiques, les prix des importations seraient encore affectés par l'appréciation passée de l'euro.

2. Activité, emploi et demande en Belgique

2.1 Évolution de l'activité

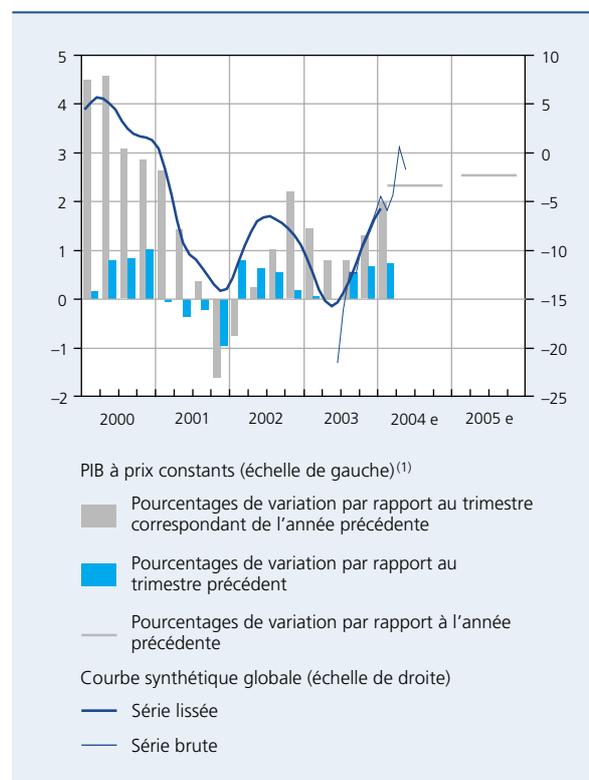
Le renforcement de l'activité observé depuis la seconde moitié de 2003 dans la zone euro s'est également produit en Belgique. Du troisième trimestre de 2003 au premier trimestre de 2004, dernier résultat disponible au moment d'établir ces projections, le PIB a augmenté en moyenne de 0,6 à 0,7 p.c. par trimestre, soit environ 2,5 p.c. en termes annualisés. Les évolutions récentes des indicateurs conjoncturels et les perspectives retenues pour l'économie européenne laissent présager que ce mouvement devrait se maintenir sur l'horizon de projection, mettant fin à trois années de croissance de l'ordre de ou inférieure à 1 p.c., largement sous le potentiel de l'économie. Le rythme de progression réelle du PIB passerait ainsi de 1,1 p.c. en 2003, à 2,3 p.c. en 2004 et 2,6 p.c. en 2005.

Bien qu'affectée globalement par les mêmes conditions que les pays voisins, notamment l'appréciation de la monnaie unique et les mouvements contrastés de la demande extérieure, l'économie belge a montré un dynamisme

supérieur à celui de la zone euro en 2003. Le ralentissement de l'activité y avait été moins prononcé dans la première partie de l'année et la reprise observée depuis y a également été plus forte. Ainsi, l'accroissement annuel moyen du PIB a dépassé nettement celui de l'ensemble de la zone, et ce devrait de nouveau être le cas en 2004. Il semble en particulier que la situation des finances publiques et les craintes concernant les réformes en matière de protection sociale ou de pensions aient pesé davantage sur la demande intérieure dans certains pays de la zone. Il est toutefois peu probable qu'un découplage important de croissance se manifeste de manière durable à moyen terme entre la Belgique et la zone euro, en raison du degré élevé d'intégration des différentes économies et de situations relativement comparables en matière d'évolutions tendanciennes de la population active et de la productivité.

Le dynamisme des marchés extérieurs l'ayant emporté clairement sur les effets de l'appréciation de l'euro à partir de la mi-2003, ce sont principalement les exportations qui ont provoqué le retournement de l'activité. Celui-ci s'est principalement marqué dans l'industrie manufacturière, la branche

GRAPHIQUE 4 PIB ET INDICATEUR DE CONJONCTURE
(données corrigées des variations saisonnières)



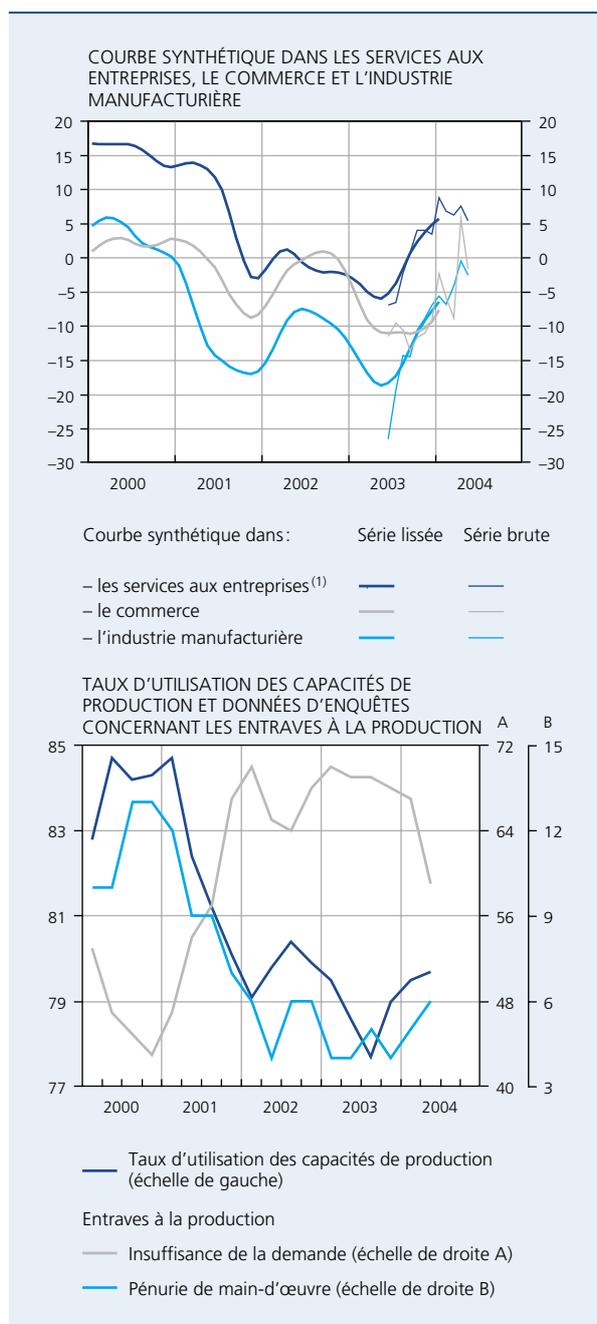
Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

qui avait le plus été affectée par les tensions et incertitudes liées au déclenchement des opérations militaires en Irak. L'activité des services marchands, pour sa part, a progressé régulièrement après le creux de 2001.

GRAPHIQUE 5 INDICATEURS DE CONJONCTURE ET DEGRÉ D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

(1) La courbe des services aux entreprises n'est pas reprise dans la courbe synthétique globale.

Les mouvements dessinés par les résultats des enquêtes de conjoncture de la Banque traduisent ces évolutions. Après avoir présenté une tendance baissière dans la première partie de l'année, marquée en outre par des variations mensuelles importantes de la série brute à l'occasion notamment des événements géopolitiques, l'indicateur synthétique de l'industrie manufacturière a rapidement progressé à partir de juillet 2003. Cette progression s'est maintenue dans les premiers mois de 2004, soutenue en outre par un repli du niveau de l'euro d'environ 6 p.c. par rapport au sommet atteint à la mi-février 2004 vis-à-vis du dollar. Au-delà de l'appréciation des entrepreneurs, l'amélioration du climat conjoncturel apparaît également dans la remontée du degré d'utilisation des capacités de production au cours des neuf derniers mois. Si, contrairement aux indicateurs de conjoncture, le niveau que celui-ci a atteint en avril 2004 reste inférieur à la moyenne des dernières années, la proportion des entreprises qui invoquent l'insuffisance de la demande comme raison d'une sous-utilisation de leurs facteurs de production a sensiblement reculé. Outre l'industrie manufacturière, la confiance des entrepreneurs a augmenté le plus dans le secteur des services aux entreprises. Après être demeurée en retrait en 2003, elle s'est également redressée dans le commerce au début de 2004.

Selon les projections actuelles, la croissance du PIB se poursuivrait en 2004 et 2005 à un rythme comparable à celui des derniers trimestres. À l'impulsion toujours soutenue de la demande extérieure devrait s'ajouter progressivement un renforcement endogène de l'économie, par le biais des investissements et de l'emploi.

2.2 Emploi

Le redressement de l'activité économique enregistré dans le courant de 2003 aurait exercé une incidence favorable sur l'évolution récente de l'emploi. Différents indicateurs de court terme du marché du travail semblent de fait montrer que la phase de repli, au cours de laquelle le nombre de personnes occupées a reculé de trimestre en trimestre pendant plus de deux ans, est arrivée à son terme. Ainsi, les enquêtes de conjoncture font état d'une amélioration des perspectives d'emploi depuis le troisième trimestre de l'année dernière, et le nombre d'heures prestées dans l'intérim s'est sensiblement accru depuis le dernier trimestre de 2003. Le nombre de chômeurs complets indemnisés dépassait encore, au premier trimestre de 2004, de quelque 7 p.c. celui enregistré l'année précédente, mais on observe un ralentissement du rythme de croissance depuis le troisième trimestre de 2003.

TABLEAU 3 EMPLOI INTÉRIEUR
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2000	2001	2002	2003 e	2004 e	2005 e
Emploi intérieur (personnes)	1,9	1,5	-0,3	-0,4	0,4	1,1
dont :						
Nombre de salariés	2,5	1,9	-0,3	-0,4	0,5	1,4
Volume de travail des salariés ⁽¹⁾⁽²⁾	3,0	1,5	-0,6	-0,7	0,7	1,5
Durée moyenne de travail par salarié ⁽²⁾	0,5	-0,4	-0,3	-0,3	0,1	0,1

Sources: ICN, BNB.

(1) Les heures supplémentaires prestées par des travailleurs à temps plein ne sont pas prises en considération dans ces chiffres. Les données ne sont pas non plus corrigées en fonction du recours au régime du chômage temporaire.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

Le volume de travail, c'est-à-dire le nombre total d'heures prestées, s'adapte généralement rapidement aux évolutions de l'activité et aurait par conséquent, après un net recul, déjà de nouveau augmenté à la fin 2003. En revanche, l'emploi exprimé en nombre de personnes réagit habituellement avec retard, lorsque les chefs d'entreprise sont convaincus du caractère effectif et durable de la reprise et procèdent à des recrutements. Le nombre de personnes occupées devrait dès lors à nouveau progresser en 2004.

En 2004 et 2005, l'évolution de l'emploi devrait être soutenue par la poursuite attendue de la croissance du PIB. Dans la foulée de l'accélération de l'activité, le nombre total d'heures prestées par les salariés augmenterait de 0,7 et 1,5 p.c respectivement. Contrairement aux trois années précédentes, caractérisées par une faible conjoncture, la hausse estimée de l'emploi salarié, de 0,5 et 1,4 p.c. respectivement en 2004 et 2005, serait quelque peu inférieure à celle du volume de travail, la durée moyenne de travail par salarié progressant légèrement, comme cela se produit habituellement dans une phase ascendante de conjoncture. Dans l'ensemble, les gains de productivité, concept qui met en rapport l'évolution de l'activité et celle de l'emploi, reviendraient à 1,5 p.c. sur une base annuelle, après avoir rapidement augmenté au début de la reprise.

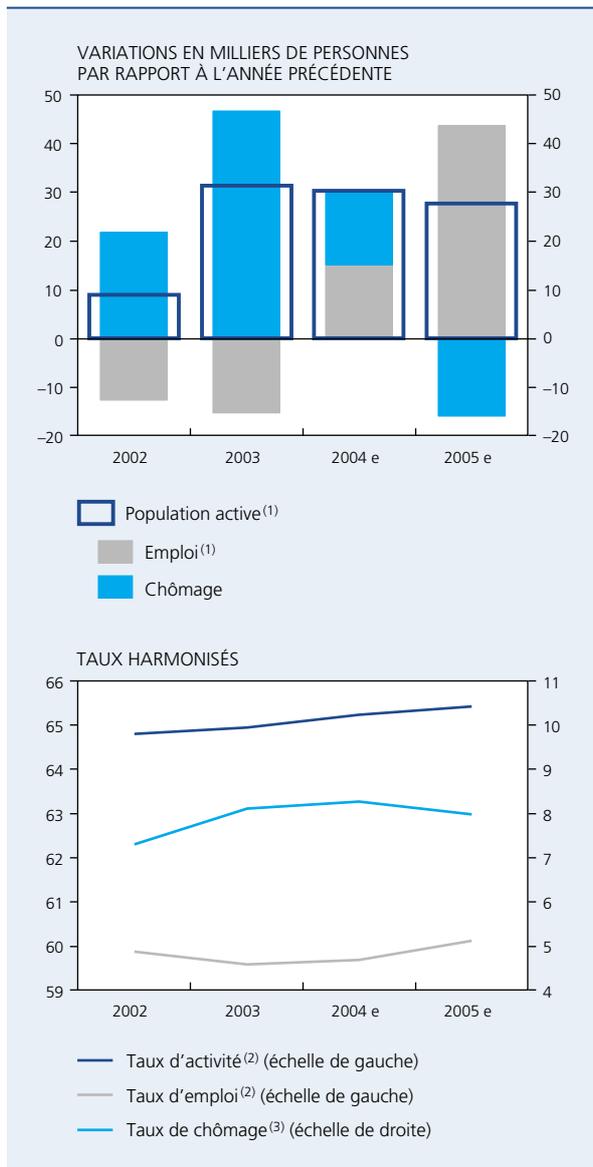
L'emploi national, c'est-à-dire l'ensemble des personnes au travail, en ce compris les indépendants et le solde des travailleurs frontaliers, progresserait de quelque 15.000 et 44.000 unités en 2004 et 2005. La croissance de l'emploi durant ces deux années compenserait ainsi largement les pertes nettes de postes de travail enregistrées au cours des deux années précédentes. La progression attendue de l'emploi en 2004 étant quasiment du même ordre de grandeur que celle de la population en âge de travailler, le taux d'emploi harmonisé n'augmenterait cependant que

de 0,1 point de pourcentage pour atteindre 59,7 p.c.; en 2005, il continuerait de croître pour s'inscrire à 60,1 p.c.

La majeure partie des créations attendues de postes de travail s'expliquerait par l'accélération de l'activité. Cette création endogène d'emplois devrait être soutenue par la réduction des cotisations patronales de sécurité sociale, en particulier pour certains groupes à risques tels que les personnes peu qualifiées et les travailleurs plus âgés, en vue de réduire les coûts salariaux. Le gouvernement a aussi annoncé, dans les conclusions de la Conférence pour l'emploi qui s'est tenue en septembre 2003, la création d'un certain nombre d'emplois subsidiés. Ainsi, l'engagement a été pris de créer, d'ici à 2007, 12.000 postes de travail supplémentaires dans l'économie sociale. De plus, pour 2005, 25.000 nouveaux emplois devraient être créés dans le secteur de l'aide à domicile, à la suite de l'adaptation du régime des titres-services. L'effet net de cette dernière mesure sur l'emploi sera toutefois inférieur au nombre d'emplois répertoriés. Il s'agit en effet, pour une part, d'activités informelles existantes, dont une estimation est incorporée dans les chiffres des comptes nationaux relatifs à l'emploi. De tels glissements du travail au noir vers les circuits de travail officiels n'ont pas d'incidence sur l'estimation du nombre total de personnes occupées. Seuls les emplois supplémentaires, créés dans la mesure où l'attrait du système stimule la demande pour ce type de services, sont repris dans les projections.

L'évolution du taux d'activité, qui traduit la mesure dans laquelle la population en âge de travailler est occupée ou cherche un emploi, est non seulement déterminée par une hausse tendancielle importante, mais est aussi liée aux mouvements conjoncturels. En effet, en raison de la conjoncture favorable, un nombre accru de personnes entrevoient une possibilité de travailler et se présentent sur le marché du travail. Au total, la croissance de la

GRAPHIQUE 6 OFFRE DE TRAVAIL



Sources : CE, ICN, INS, ONEM, BNB.

(1) Estimations pour 2003.

(2) Pourcentages de la population en âge de travailler.

(3) Pourcentages de la population active.

population active en 2004 devrait à nouveau dépasser celle de l'emploi, ce qui aurait pour conséquence une nouvelle hausse du chômage. Selon les prévisions, la variation à un an d'écart du nombre de chômeurs ne deviendra négative qu'à la fin de 2004; le nombre de chômeurs progresserait donc encore de 15.000 unités en moyenne en 2004. Pour 2005, en revanche, une diminution nette d'environ la même ampleur est attendue. Par conséquent, le taux de chômage harmonisé augmenterait de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 8,3 p.c. en 2004, avant de retomber à 8 p.c. de la population active en 2005.

2.3 Évolution attendue des principales catégories de dépenses

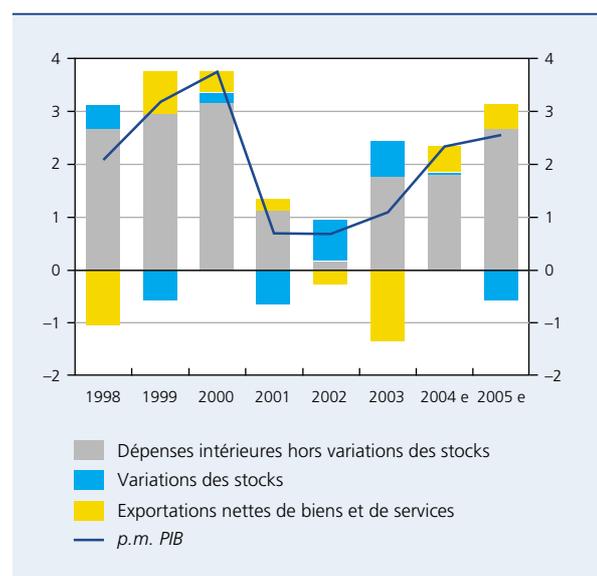
En 2003, la croissance de 1,1 p.c. du PIB avait essentiellement été soutenue par la forte reprise de la demande intérieure – abstraction faite des variations des stocks –, puisque celle-ci y avait contribué à hauteur de 1,8 point de pourcentage. La contribution de la demande intérieure à la croissance devrait être d'une ampleur comparable en 2004, avant de se renforcer en 2005.

Les stocks ont eux aussi contribué nettement à la croissance en 2003, à concurrence de 0,7 point de pourcentage. La reconstitution des stocks a été considérable pour la deuxième année consécutive, une part importante de cette reconstitution se produisant au deuxième semestre de 2003. Ce faisant, les entrepreneurs ont peut-être anticipé un raffermissement de la demande finale. On prévoit que l'accroissement des stocks sera plus limité sur l'horizon des projections. Il devrait encore influencer de manière légèrement positive la croissance du PIB en 2004, avant de s'affaiblir et dès lors exercer une incidence négative sur la progression du PIB en 2005.

En dépit du soutien important de la demande intérieure totale, la croissance du PIB est restée limitée en 2003 en raison de la contribution fortement négative des exportations nettes à la croissance. Contrairement aux deux années précédentes, on prévoit que les exportations

GRAPHIQUE 7 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

(contribution à la variation du PIB, points de pourcentage, données corrigées des effets de calendrier)



Sources : ICN, BNB.

TABLEAU 4 REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2000	2001	2002	2003 e	2004 e	2005 e
Revenu primaire brut	5,1	4,6	2,8	1,5	2,8	3,6
dont :						
Salaires et traitements	4,5	5,7	4,0	1,7	3,4	3,9
Rémunérations par personne	2,0	3,7	4,3	2,1	2,8	2,5
Emploi	2,5	1,9	-0,3	-0,4	0,5	1,4
Transferts courants ⁽¹⁾	7,0	6,4	1,7	-3,2	1,4	2,5
dont :						
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine	6,9	5,3	2,8	0,2	3,6	3,1
Revenu disponible brut	4,7	4,2	3,0	2,5	3,1	3,8
<i>p.m. À prix constants</i> ⁽²⁾	2,3	1,7	1,3	0,7	1,2	2,0
Taux d'épargne ⁽³⁾	14,5	15,4	16,2	15,4	14,9	14,8

Sources : ICN, BNB.

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

(2) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers.

(3) Épargne brute, y compris la variation des droits des ménages sur les fonds de pension, en pourcentage du revenu disponible brut, y compris la variation de ces droits.

nettes auront un effet positif sur la croissance économique en 2004 et 2005, participant dès lors à son accélération.

La consommation privée devrait fournir un apport important à la croissance en 2004 et 2005, comme elle l'avait déjà fait l'année précédente. En 2003, elle a augmenté de 1,7 p.c., une progression supérieure à celle du revenu disponible réel des particuliers. Le relèvement du taux d'épargne observé en 2001 au moment où les incertitudes géopolitiques et les corrections des cours boursiers étaient les plus fortes, ne s'est donc pas poursuivi au-delà de 2002. Selon les projections, le taux d'épargne devrait à nouveau reculer, principalement en 2004. L'accélération de la consommation, dont le taux de croissance passerait à 1,8 et 2,3 p.c. au cours de ces deux années, résulterait toutefois aussi de celle du revenu disponible.

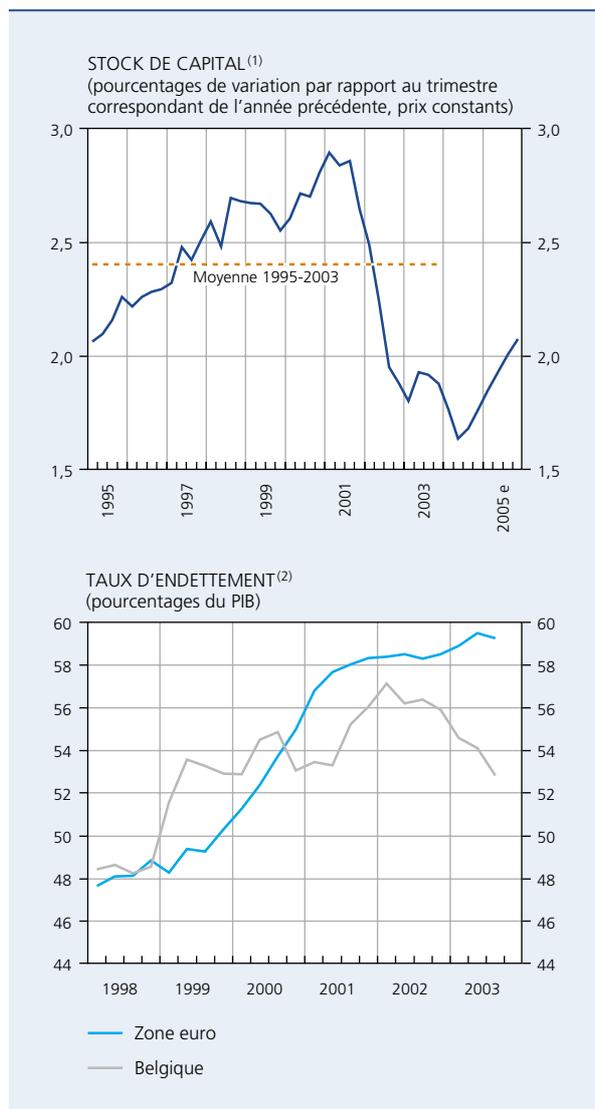
L'amélioration prévue de l'emploi joue un rôle prépondérant à cet égard. L'évolution plus rapide de la masse salariale s'explique aussi pour une part par celle des rémunérations par personne, même si le rythme de progression en demeurerait toutefois relativement modéré, pour les raisons présentées dans le point 3.2. La mise en œuvre de la réforme fiscale, dont des effets importants interviendront encore en 2006, contribue également à soutenir le revenu disponible des particuliers. Exprimé en termes réels, celui-ci devrait augmenter de 1,2 p.c. en 2004 et 2 p.c. en 2005, après une progression estimée à 0,7 p.c. en 2003.

Les investissements des particuliers en logements devraient rester modérés en 2004, avec une croissance de 1,1 p.c., comme le montre l'évolution plane actuelle de l'indicateur du volume des projets définitifs auprès des architectes. En 2005, la croissance devrait s'accroître jusqu'à 2,4 p.c., en raison du faible niveau des investissements consentis au cours des années précédentes et des conditions de financement relativement favorables, dues au niveau bas supposé des taux d'intérêt à long terme sur l'horizon des projections.

Les dépenses de consommation publique, dont la hausse de 2,8 p.c. en 2003 avait résulté d'un accroissement temporaire des dépenses de soins de santé, retrouveraient pour leur part un rythme de progression de l'ordre de 2 ¼ p.c. en 2004 et 2005, à peine supérieur à la moyenne des dix dernières années. En revanche, les dépenses d'investissements publics progresseraient sensiblement, en particulier durant la dernière année de projection. Cette accélération résulte principalement du cycle des élections locales, les prochaines étant fixées en 2006. Le niveau local représente en effet en moyenne 45 p.c. des investissements publics, et ceux-ci sont principalement réalisés à l'approche des élections. En outre, contrairement aux années précédentes, aucune vente de bâtiments publics n'a à ce stade été décidée pour 2005 ; en 2004, les ventes réduiraient d'environ 4,5 p.c. le niveau des investissements publics, soit un montant comparable à celui des années précédentes.

GRAPHIQUE 8 STOCK DE CAPITAL ET TAUX D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : BCE, ICN, BNB.

(1) Après déduction des amortissements.

(2) Total des crédits octroyés par les institutions financières de la zone euro et des titres à revenu fixe émis, à l'exclusion des prêts entre entreprises liées, probablement plus importants en Belgique que dans la zone euro.

La concrétisation de perspectives de demande favorables devrait conduire les entreprises à accroître leurs investissements en 2004 et 2005. Une accélération de la formation brute de capital fixe est attendue dès le début de 2004, après un recul au deuxième semestre de l'année précédente. En raison de l'effet négatif d'acquis de croissance que ce recul provoque, les investissements ne progresseraient en moyenne que de 0,7 p.c. en 2004, contre 4,2 p.c. en 2005, alors qu'ils affichent une évolution semblable au cours des deux années. Grâce à ce regain, l'accroissement du stock de capital des entreprises devrait être stimulé,

jusqu'à atteindre 2 p.c. à la fin de 2005, ce qui demeure toutefois encore bien en deçà de la hausse tendancielle observée depuis 1995 et des taux de croissance, proches de 3 p.c., enregistrés au début de 2001, avant que n'intervienne un important processus d'adaptation des moyens de production à la faiblesse de la demande.

Bien que le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière ait encore été faible au début de 2004, les prérequis pour une reprise des investissements des entreprises semblent réunis. Les conditions financières sont favorables et, par ailleurs, selon l'enquête sur les taux d'intérêt, les banques anticipent une poursuite de l'assouplissement du crédit, en particulier pour les grandes entreprises. Parallèlement, le raffermissement de l'activité économique continuera à exercer une incidence positive sur les possibilités de financement interne. De plus, le taux d'endettement des entreprises belges a reculé au cours des deux dernières années. Par conséquent, les « ratios d'endettement » actuels sont sains et de nouveaux investissements peuvent être consentis sans provoquer de déséquilibres notables. La baisse des prix des biens d'investissement, observée depuis deux ans déjà, peut elle aussi stimuler la propension à investir.

Comme indiqué précédemment, le net raffermissement des exportations dans le courant de 2003 a initié l'embellie conjoncturelle. En Belgique, dans la ligne de l'évolution du commerce mondial décrite ci-dessus, la hausse des marchés à l'exportation a affiché une reprise à partir du troisième trimestre de 2003, principalement grâce aux marchés situés en dehors de la zone euro. En 2003, ces derniers ont progressé de 5 p.c., tandis que la croissance des débouchés dans la zone euro est restée limitée à 1,3 p.c.

Sous l'impulsion de cette croissance plus forte, les exportations de biens et de services ont également enregistré une reprise dès le troisième trimestre de 2003. L'augmentation s'est chiffrée à 2,1 p.c. pour l'ensemble de l'année 2003. Cette reprise se reflète dans la nette progression, depuis mai 2003, de l'indicateur de l'enquête de conjoncture relatif aux commandes étrangères dans l'industrie manufacturière. Pendant les premiers mois de 2004, parallèlement à l'expansion des marchés à l'exportation, la hausse de cet indicateur a également été soutenue par la dépréciation de l'euro.

Sur l'horizon des projections, on s'attend à une accélération de la croissance des exportations, jusqu'à 4,9 et 5,4 p.c. respectivement en 2004 et 2005, sous l'influence de l'élargissement de la demande extérieure. En particulier, le rythme d'accroissement des marchés dans la zone euro, qui était demeuré en retrait en 2002 et 2003, devrait graduellement approcher celui des débouchés hors de la zone.

TABLEAU 5 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, AUX PRIX DE 2000

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier)

	2000	2001	2002 ⁽²⁾	2003	2004 e	2005 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	3,4	0,9	0,4	1,7	1,8	2,3
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	2,7	2,5	1,9	2,8	2,3	2,2
Formation brute de capital fixe	3,5	0,5	-2,1	1,1	1,3	4,5
Logements	0,9	-0,6	-1,6	1,3	1,1	2,4
Pouvoirs publics	2,0	-12,4	1,6	-6,2	7,4	13,0
Entreprises	4,6	2,5	-2,7	1,8	0,7	4,2
Variations des stocks ⁽¹⁾	0,2	-0,7	0,8	0,7	0,1	-0,6
Total des dépenses intérieures	3,5	0,5	1,0	2,5	1,9	2,1
Exportations nettes de biens et services ⁽¹⁾	0,4	0,2	-0,3	-1,4	0,5	0,5
Exportations de biens et services	8,6	1,3	0,8	2,1	4,9	5,4
Importations de biens et services	8,4	1,1	1,1	3,8	4,4	5,0
PIB	3,7	0,7	0,7	1,1	2,3	2,6

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

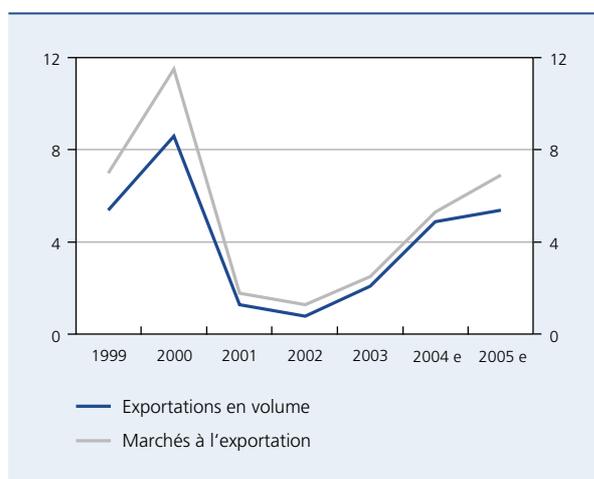
(2) Ces données sont influencées par la reclassification des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés non financières dans celui des administrations publiques. Abstraction faite de cette opération, les dépenses de consommation finale des particuliers ont varié de 0,9 p.c. en 2002, celles des administrations publiques de 1,3 p.c., la formation brute de capital fixe des entreprises et des administrations publiques respectivement de -2,6 et 0,6 p.c., les dépenses intérieures finales de 0,3 p.c. et le PIB de 0,8 p.c.

Soutenu par la dépense intérieure, le volume des importations de biens et de services a augmenté de 3,8 p.c. en 2003, soit une hausse nettement supérieure à celle des exportations. L'accélération de la croissance

du volume des importations devrait se poursuivre sur l'horizon des projections, entraînée par l'amélioration des exportations et le raffermissement des composantes de la demande intérieure. L'accroissement des importations serait toutefois inférieur à celui des exportations, de sorte que les exportations nettes devraient fournir une contribution positive à la croissance du PIB en 2004 et 2005, à concurrence d'environ 0,5 point de pourcentage chaque année.

GRAPHIQUE 9 MARCHÉS À L'EXPORTATION ET EXPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICES À PRIX CONSTANTS

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier)



Sources : BCE, ICN, BNB.

Ces évolutions en volume devraient se traduire par un élargissement, en pourcentage du PIB, de l'excédent des biens et services de la balance des paiements en 2004 et 2005, les mouvements attendus des prix exerçant un effet neutre sur l'ensemble des deux années. En ce qui concerne les autres rubriques du compte courant, le surplus des revenus se stabiliserait et le déficit des transferts courants diminuerait légèrement. L'excédent du compte des opérations courantes augmenterait dès lors, passant de 3,1 p.c. du PIB en 2003 à 3,9 p.c. du PIB en 2005.

3. Prix et coûts

3.1 Prix

L'inflation mesurée au moyen de l'IPCH était revenue à 1 p.c. en mars 2004. À la suite des évolutions du prix du pétrole brut, commentées ci-après, elle s'est accélérée assez fortement pour atteindre 1,7 p.c. en avril et devrait dépasser temporairement 2 p.c. par après. Ensuite, abstraction faite de mouvements volatils à court terme, l'inflation ralentirait, pour s'élever à environ 1,6 p.c. à la mi-2005, avant de s'accélérer quelque peu sous l'effet du redressement conjoncturel. Au total, l'inflation s'établirait à 1,8 p.c. en moyenne en 2004 et à 1,7 p.c. en 2005, contre 1,5 p.c. en 2003. Bien entendu, ces projections dépendent fortement des hypothèses techniques décrites plus haut, en particulier de celles relatives à l'évolution

des taux à court terme, du cours de change et du prix du pétrole brut, ainsi que du maintien d'une évolution modérée des coûts salariaux.

La légère accélération de l'inflation prévue entre 2003 et 2004 résulte d'une série de variations de prix de nature principalement administrative. Ainsi qu'il ressort de l'encadré 3, ce type de variations de prix a considérablement freiné l'inflation en 2002 et 2003; en 2004 et 2005, par contre, elles auront vraisemblablement sur celle-ci un effet de hausse de 0,1 et 0,2 point de pourcentage, respectivement. En outre, le profil d'inflation observé récemment a été déterminé dans une large mesure par l'évolution des prix des composantes généralement très volatiles que sont les produits énergétiques et les produits alimentaires non transformés. À l'avenir également, on s'attend à ce que ces composantes donnent lieu à des fluctuations à court terme non négligeables de l'inflation.

TABLEAU 6 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE

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

	Total	Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾			p.m. Indice-santé ⁽³⁾			
		Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾		Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
1999	1,1	2,0	0,0	1,1	0,6	0,8	1,8	0,9
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003	1,5	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	1,5
2004 e	1,8	4,5	1,4	1,5	n.	n.	n.	1,6
2005 e	1,7	2,3	2,1	1,6	n.	n.	n.	1,6
À l'exclusion des variations de prix de nature principalement administrative ⁽⁴⁾								
1999	1,2	1,7	0,0	1,3	0,6	0,8	2,2	
2000 ⁽⁵⁾	3,0	16,8	0,2	1,5	1,2	0,7	2,4	
2001	2,6	1,9	6,9	2,2	2,1	1,9	2,5	
2002	1,9	-2,7	3,2	2,4	1,5	1,6	3,4	
2003	1,8	1,0	1,7	2,0	2,1	1,0	2,7	
2004 e	1,7	3,0	1,4	1,6	n.	n.	n.	
2005 e	1,5	0,8	2,1	1,5	n.	n.	n.	

Sources: CE; SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie; BNB.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

(2) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et produits énergétiques.

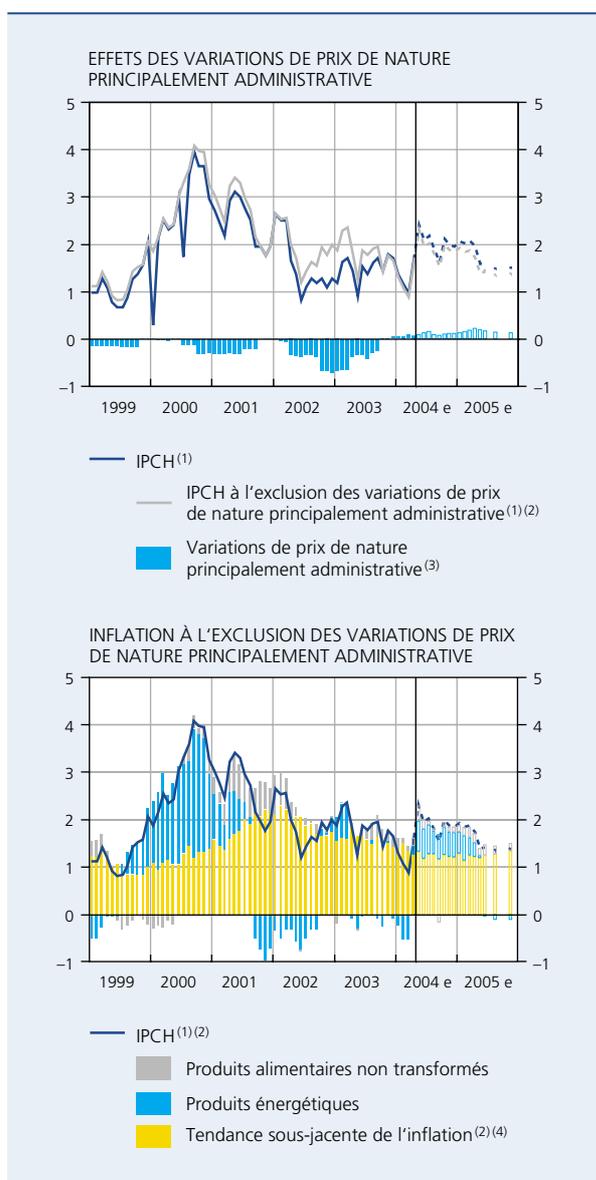
(3) Indice des prix à la consommation national à l'exclusion des produits considérés comme nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

(4) Il s'agit des mesures relatives à la redevance radiotélévision, des changements dans la tarification des industries de réseau les plus libéralisées – à savoir les télécommunications, l'électricité et le gaz – et des modifications dans la fiscalité indirecte.

(5) Abstraction faite de l'effet estimé de l'introduction des soldes dans l'IPCH à partir de 2000.

GRAPHIQUE 10 INFLATION : VENTILATION ANALYTIQUE

(contributions des différentes composantes en points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : CE, BNB.

- (1) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.
- (2) Abstraction faite de l'effet estimé, en janvier et juillet 2000, de l'introduction des soldes dans l'IPCH à partir de 2000.
- (3) Il s'agit des mesures relatives à la redevance radiotélévision, des changements dans la tarification des industries de réseau les plus libéralisées – à savoir les télécommunications, l'électricité et le gaz – et des modifications dans la fiscalité indirecte.
- (4) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et produits énergétiques.

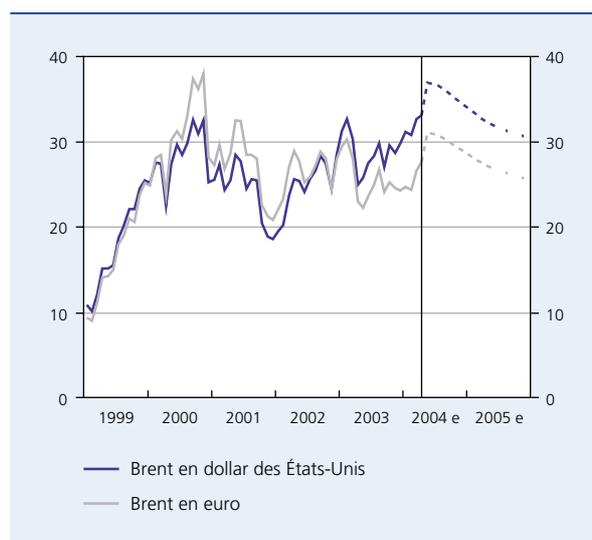
C'est principalement l'évolution des prix des produits énergétiques qui a contribué à un ralentissement temporaire de l'inflation en février et mars 2004. En avril, cette composante a, par contre, été à l'origine d'une forte accélération qui – selon toute vraisemblance – se poursuivra en mai. Ces mouvements de baisse, puis de hausse, sont attribuables en premier

lieu à des effets de base à la suite des importantes fluctuations du prix du pétrole brut un an auparavant. Celui-ci a en effet subi d'abord un fort mouvement de hausse, au début de 2003, en raison de la grève au Venezuela et de la guerre en Irak, mais a ensuite fortement baissé dès qu'il est apparu clairement que la guerre en Irak serait de courte durée. Depuis lors, le prix du pétrole brut libellé en dollar a toutefois subi de nouvelles pressions à la hausse à la suite de la vigueur de la demande mondiale, des limitations de production de l'OPEP, du bas niveau des stocks commerciaux aux États-Unis et de la crainte que l'agitation politique et les attentats dans divers pays producteurs de pétrole ne puissent mettre l'approvisionnement en péril. En avril 2004, le prix d'un baril de pétrole brut de type Brent était passé à près de 35 dollars, soit à peu près autant que durant la période qui a immédiatement précédé la guerre en Irak ou qu'au cours de l'automne 2000. Il a continué de croître dans le courant du mois de mai.

L'effet de ces évolutions sur l'inflation a toutefois été atténué dans une large mesure par l'appréciation de l'euro. Par conséquent, le prix du pétrole brut libellé en euro est resté relativement stable jusqu'en mars 2004, et en avril il était encore inférieur de près de 10 euros au point le plus haut enregistré en novembre 2000. Les évolutions de prix du pétrole brut produisent un effet quasi immédiat sur les prix à la consommation des carburants pour automobiles et du mazout de chauffage, de sorte que la transmission par le biais des prix pétroliers constitue le canal le plus

GRAPHIQUE 11 PRIX DU PÉTROLE BRUT

(moyennes mensuelles)



Source : BCE.

- (1) Observations jusqu'en avril 2004, hypothèses à partir de mai 2004 (par mois jusqu'en juin 2005 et par trimestre ensuite).

Encadré 3 – Le retournement des variations de prix de nature principalement administrative

En 2002 et 2003, l'inflation a subi un effet de baisse non négligeable à la suite de la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles, de la réduction de celle-ci en Wallonie et des modifications introduites par le Comité de contrôle de l'électricité et du gaz dans le calcul des prix réglementés du gaz et de l'électricité. En ce qui concerne ce dernier facteur, le système de prix réglementés reste d'application en Wallonie et à Bruxelles, et aucune nouvelle réduction n'était connue au moment où les projections ont été établies. Pour la Flandre, où le marché du gaz et de l'électricité est entièrement libéralisé depuis juillet 2003, le fournisseur standard a, en revanche, annoncé des réductions de tarifs. Dans cette région, un impôt (appelé contribution Elia) a toutefois été introduit en compensation de la perte de revenus que subissent les communes à la suite de la libéralisation. En avril 2004, la loi relative aux taxes environnementales et aux écoboni a été mise en pratique. On peut considérer que ceci entraînera des réductions de prix limitées en termes nets.

VARIATIONS DE PRIX DE NATURE PRINCIPALEMENT ADMINISTRATIVE

(estimation de la contribution à l'inflation en points de pourcentage)

	2002	2003	2004	2005
Suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles	-0,27	-0,27	-	-
Réduction de la redevance radiotélévision en Wallonie	-	-0,05	-0,05	-
Effet de modifications tarifaires pour l'électricité et le gaz	-0,09	-0,13	-0,01	-0,04
Impôts indirects sur l'électricité et le gaz	-	-	0,02	0,04
Taxes environnementales et écoboni	-	-	-0,05	-0,02
Impôts indirects sur le tabac et les produits pétroliers	-	0,12	0,19	0,17
Total	-0,36	-0,33	0,10	0,15

L'effet de baisse plutôt limité qui émane de ces facteurs en 2004 et 2005, ne compense pas l'augmentation des impôts indirects sur le tabac et les produits pétroliers. Pour ces derniers, un système de cliquet a en effet été introduit pour le relèvement des accises. Selon ce système, la moitié de chaque réduction de prix découlant de l'application du contrat de programme est compensée par une augmentation des accises qui reste en vigueur de manière permanente par la suite. Durant la période 2004-2008, ce système serait appliqué chaque année jusqu'à ce que des hausses maximales des accises de 0,028 euro le litre soient atteintes. En 2003, ce système a déjà été appliqué pour l'essence, pour un montant de 0,014 euro le litre.

Il n'est bien entendu pas exclu que le résultat final de l'inflation soit influencé par des mesures des pouvoirs publics qui n'étaient pas encore connues au moment où ces projections ont été établies.

direct par lequel l'évolution du cours de change de l'euro influence les prix à la consommation. Il convient de signaler en outre que les pressions à la hausse s'exerçant sur les prix pétroliers ont eu pour effet que le système de cliquet décrit dans l'encadré 3 n'avait, au cours des quatre premiers mois de 2004, pas encore donné lieu à des hausses d'accises pour l'essence et n'en avait entraîné que de manière partielle seulement pour le diesel.

Conformément aux prix implicites reflétés dans les contrats à terme, les cotations du pétrole brut sur le marché mondial devraient fléchir à partir de juin, pour revenir à 34 dollars le baril à la fin de 2004 et 30 dollars le baril à la fin de 2005, tandis que le cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis est supposé rester inchangé au niveau de 1,19 dollar pour 1 euro. Le rythme de hausse des prix des produits énergétiques augmenterait

par conséquent jusqu'à environ 9 p.c. durant les mois de mai, juin et juillet. Ensuite, un léger ralentissement est toutefois prévu, qui s'intensifierait à partir du premier trimestre 2005. À cet égard, il convient toutefois de noter que l'incertitude entourant cette hypothèse de trajectoire paraît plus grande que d'habitude.

L'incertitude relative à l'évolution future des prix des produits alimentaires non transformés est également élevée étant donné qu'elle est fortement déterminée par des conditions de l'offre parfois très instables. Ces derniers mois, ces conditions ont été plutôt favorables. Dans l'hypothèse où elles connaîtraient une évolution neutre, le rythme de hausse des prix des produits alimentaires non transformés devrait s'établir à environ 1,4 p.c. en 2004 et 2 p.c. en 2005, soit à peu près autant qu'en 2003.

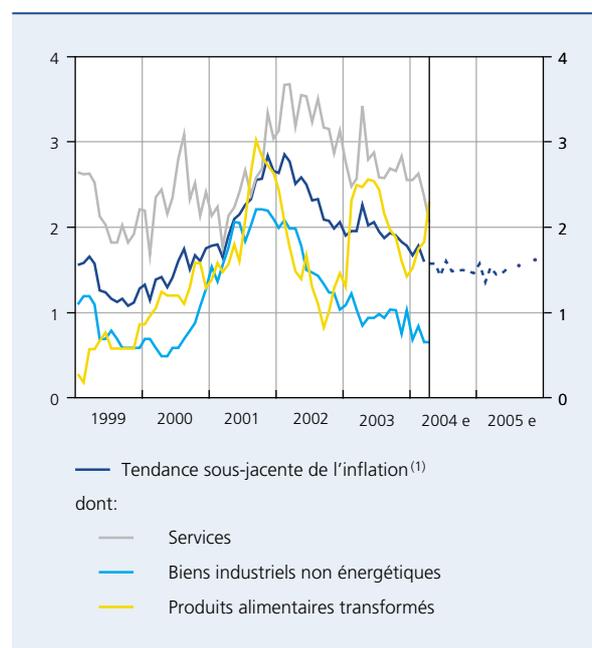
En faisant abstraction des variations de prix de nature principalement administrative et de l'évolution, volatile, des prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques, on obtient un bon indicateur de la tendance sous-jacente de l'inflation. Alors que le rythme moyen de hausse des prix, mesuré de la sorte, était déjà revenu de 2,4 p.c. en 2002 à 2 p.c. en 2003, on s'attend à ce qu'il continue à ralentir et s'établisse à 1,6 p.c. en 2004 et à 1,5 p.c. en 2005. Ce ralentissement est lié à l'appréciation de l'euro, qui a réduit la pression des prix d'origine étrangère, malgré l'augmentation des prix des matières premières énergétiques et non énergétiques. Alors que la transmission de variations du cours de change aux prix à la consommation des produits énergétiques se produit presque immédiatement, elle est plus lente pour la plupart des autres produits. En outre, comme le montre l'encadré 4, l'ampleur de cette transmission, comme son étalement dans le temps, peuvent varier d'une période de variation prononcée du cours de change à l'autre.

Le ralentissement de la tendance sous-jacente de l'inflation est en outre lié au fait que l'évolution des coûts salariaux, comme l'explique la suite, a considérablement ralenti en 2003 et devrait rester modérée, ainsi qu'au rythme de hausse globalement modéré de la demande intérieure. Les évolutions de la tendance sous-jacente de l'inflation observées au cours des quatre premiers mois de 2004 sont conformes à cette prévision.

Malgré une forte volatilité qui est imputable principalement à l'évolution des prix des voyages organisés, la tendance fondamentale pour les services est restée orientée à la baisse au cours des quatre premiers mois de 2004. C'est principalement la faible augmentation des coûts salariaux, qui pèsent le plus dans les services, qui y a contribué. Pour les biens

GRAPHIQUE 12 TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

(1) Mesurée par l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques, ainsi que des variations de prix de nature principalement administrative.

industriels non énergétiques, où l'incidence de l'appréciation de l'euro est plus importante, le rythme de hausse des prix a également continué à ralentir au cours des quatre premiers mois de 2004. Ces évolutions ont toutefois été compensées en partie par l'accélération du rythme de hausse des prix des produits alimentaires transformés, liée à l'augmentation, en février 2004, du prix maximum pour le pain soumis à réglementation. Cette forme de réglementation des prix sera toutefois supprimée en juillet 2004. Le recul de la tendance sous-jacente de l'inflation devrait prendre fin au cours du second semestre de 2004 et faire place à une légère augmentation à partir de la mi-2005. La transmission aux prix à la consommation de l'appréciation du cours de change, d'une part, et du ralentissement de l'évolution des coûts salariaux, d'autre part, devrait en effet prendre fin graduellement et le redressement conjoncturel devrait entraîner ultérieurement une légère accélération de l'inflation.

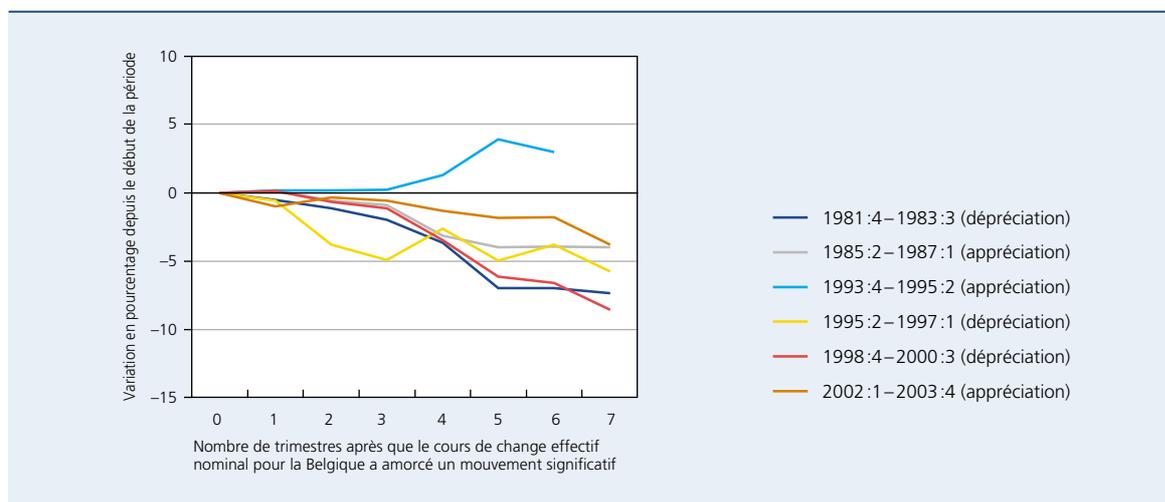
Compte tenu des évolutions décrites plus haut, l'indices, qui constitue la référence pour l'indexation des salaires et d'autres revenus, augmenterait de 1,6 p.c. tant en 2004 qu'en 2005. Bien entendu, ce résultat dépend fortement, lui aussi, des hypothèses de départ retenues pour la projection.

Encadré 4 – La transmission de variations du cours de change

La forte appréciation du cours de change effectif nominal pour la Belgique, depuis le premier trimestre de 2002, a incontestablement joué un rôle dans le ralentissement de la tendance sous-jacente de l'inflation des deux dernières années. Ceci apparaît principalement dans la composante des biens industriels non énergétiques, qui, outre une part importante de biens de consommation directement importés, comprend également des biens qui sont produits en Belgique au moyen de produits manufacturés importés. L'évolution des prix à l'importation de produits manufacturés au cours de la période allant du premier trimestre de 2002 au quatrième trimestre de 2003 peut, par conséquent, donner une indication de la mesure dans laquelle l'appréciation récente a exercé une pression à la baisse sur les prix à la consommation. Cette évolution est relativement modeste si on la compare aux modifications des prix à l'importation durant d'autres périodes de forte variation des cours de change.

PRIX À L'IMPORTATION DE PRODUITS MANUFACTURÉS⁽¹⁾

(Variation en pourcentage depuis le début de la période)⁽²⁾



Sources : ICN, INS, BNB.

(1) Valeurs unitaires pour les produits de l'industrie manufacturière, à l'exclusion du diamant. Elles concernent l'Union économique belgo-luxembourgeoise jusqu'en 1992, uniquement la Belgique ensuite.

(2) Les divers mouvements des prix à l'importation ont été réévalués en fonction de l'ampleur et de l'orientation – dans le cas d'une dépréciation – de la variation du cours de change effectif nominal au cours de la période d'appréciation la plus récente, afin de rendre les mouvements des prix à l'importation comparables entre eux.

Il est communément admis que les variations du cours de change sont, à long terme, entièrement répercutées dans les prix à l'importation. À plus court terme, il n'y a toutefois pas de relation linéaire évidente entre les variations du cours de change, d'une part, et l'évolution des prix à l'importation, d'autre part, étant donné que les exportateurs étrangers peuvent fixer leurs prix en tenant compte, dans une mesure plus ou moins importante, des conditions spécifiques dans le pays de destination (*pricing-to-market*).

Dans la mesure où une telle stratégie de *pricing-to-market* est mise en œuvre, les variations du cours de change entraînent des fluctuations non pas des prix à l'importation, mais des marges des exportateurs étrangers. On admet généralement que la mesure dans laquelle cette stratégie est appliquée dépend de la nature de la variation du cours de change. Lorsque la variation observée du cours de change est considérée comme temporaire, l'adaptation de prix sera en principe moins prononcée que lorsqu'elle est perçue comme permanente. Dans le premier cas, il existe en effet un risque que les acteurs économiques doivent de nouveau adapter leurs prix dans le sens opposé plus tard. La direction de la variation du cours de change peut également jouer un rôle, étant donné que la mesure dans laquelle les exportateurs étrangers peuvent laisser fluctuer leur marge n'est peut-être

pas symétrique. Ainsi, en cas de dépréciation de l'euro, le comportement de *pricing-to-market* entraîne un rétrécissement de la marge des exportateurs étrangers, ce qui est peut-être moins tenable qu'un élargissement en cas d'appréciation de l'euro.

Il convient de faire observer, en outre, que d'autres facteurs peuvent également jouer un rôle. Ainsi, la période d'appréciation qui a débuté au premier trimestre de 2002 va de pair avec une pression à la hausse ininterrompue sur les prix des matières premières énergétiques et non énergétiques, notamment à la suite de la forte demande mondiale.

3.2 Coûts salariaux

En 2004, comme l'année précédente, l'évolution des salaires dans le secteur privé sera en grande partie déterminée par les accords salariaux conclus au cours de la première moitié de 2003 et par la liaison automatique des salaires à l'indice-santé, qui ensemble constituent les augmentations conventionnelles. Ces négociations salariales étaient encadrées par l'accord interprofessionnel de décembre 2002, dans lequel les partenaires sociaux avaient convenu d'une norme indicative de 5,4 p.c. pour l'augmentation des coûts salariaux horaires du secteur privé au cours de la période 2003-2004.

Compte tenu de la morosité de la situation économique au moment des négociations et de l'incertitude qui pesait sur la reprise économique, les partenaires sociaux avaient appelé les commissions paritaires à fournir un effort spécifique en matière de modération salariale en 2003 et à reporter la plus grande partie des augmentations conventionnelles réelles de salaires à 2004. Si, d'ordinaire, ces augmentations sont relativement plus limitées au cours de la première année relevant d'un accord interprofessionnel bisannuel, elles sont de fait demeurées, de trimestre à trimestre, inférieures en 2003 à celles observées sous les trois précédents accords interprofessionnels. Conformément aux attentes, une reprise de la croissance des salaires conventionnels réels a été observée au premier trimestre de 2004. Ceux-ci devraient progresser, en moyenne, de 0,8 p.c. sur l'ensemble de l'année, après avoir augmenté de 0,4 p.c. seulement en 2003.

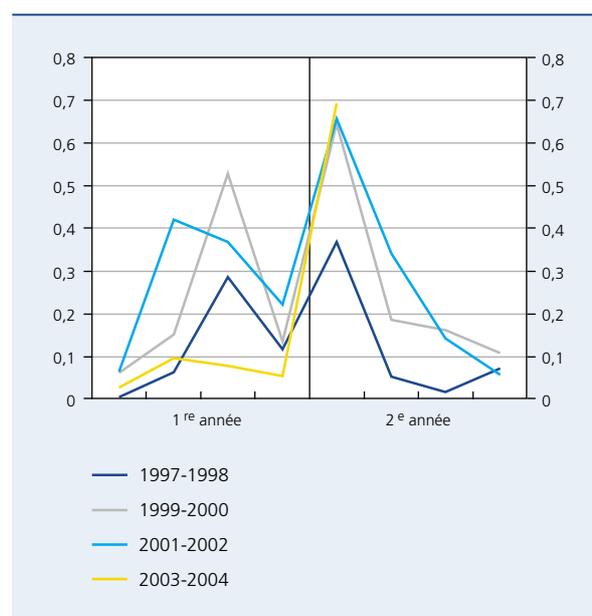
L'inflation qui, en dépit d'une légère accélération, reste relativement faible, donnerait lieu à une indexation des salaires de 1,6 p.c. en moyenne en 2004, contre 1,5 p.c. en 2003. L'augmentation totale des salaires conventionnels représenterait ainsi 2,4 p.c. en 2004, soit une progression cumulée de 4,2 p.c. au cours de la période 2003-2004, contre 7,2 p.c. en 2001-2002.

Plusieurs conventions laissent explicitement une marge de manœuvre pour décider des augmentations salariales collectives au niveau des entreprises. Celles-ci sont intégrées au glissement des salaires, conjointement aux primes et à l'incidence des changements dans la structure de l'emploi qui influent sur le niveau moyen des salaires. Ce glissement des salaires est évalué à 0,8 p.c. en 2004, ce qui représenterait une légère accélération par rapport à 2003, où il se serait élevé à 0,5 p.c.

Une série de réductions de cotisations sociales des employeurs, convenues lors de la Conférence pour l'emploi de septembre 2003, entrent en vigueur dans le courant de cette année. En 2004, 400 millions d'euros

GRAPHIQUE 13 SALAIRES CONVENTIONNELS RÉELS ⁽¹⁾

(pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent)



Source : SPF Emploi, travail et concertation sociale.

(1) Augmentations des salaires pour les ouvriers et les employés définies en commissions paritaires, abstraction faite des augmentations accordées au niveau des entreprises et des indexations.

seront dégagés à cet effet. Une fois la vitesse de croissance atteinte, le budget dévolu à ces mesures atteindra 840 millions d'euros. Elles portent notamment sur des réductions généralisées, sous la forme d'une extension des réductions structurelles des cotisations, mais la plus grande partie de l'enveloppe est consacrée à la diminution du coût salarial de groupes spécifiques de travailleurs. Ainsi, certaines mesures ciblent les travailleurs à bas salaires et le personnel du secteur non marchand. L'ensemble de ces dispositions freinerait de 0,5 point de pourcentage la croissance des coûts salariaux horaires du secteur privé en 2004, qui s'établirait dès lors à 2,6 p.c. Au total, la croissance cumulée des coûts salariaux par heure prestée atteindrait 4,8 p.c. en 2003-2004, soit un niveau inférieur à la norme salariale indicative pour cette période, et un ralentissement sensible par rapport à 2001-2002, lorsque la croissance cumulée des coûts salariaux avait atteint 9,2 p.c.

En raison notamment de la reprise de la croissance économique, la baisse de la durée moyenne du travail prestée par salarié constatée les années précédentes prendrait fin en 2004. De ce fait, les coûts salariaux par salarié augmenteraient cette année légèrement plus vite que ceux par heure prestée. La croissance de 2,8 p.c. représente

cependant une accélération par rapport à la progression de 1,8 p.c. enregistrée en 2003, année au cours de laquelle le nombre moyen d'heures prestées par chaque salarié aurait baissé de 0,3 p.c.

En partie sous l'effet de l'augmentation du nombre d'heures prestées par les salariés, mais surtout en raison du rebond de l'activité économique, la productivité du travail – la valeur ajoutée en volume par personne occupée – continuerait à progresser de 2,3 p.c. en 2004, après s'être améliorée de 1,6 p.c. en 2003. Dès lors, les coûts salariaux par unité produite n'enregistreraient qu'une augmentation modérée de 0,5 p.c., comparable à 2003, lorsque la hausse n'atteignait que 0,2 p.c.

Comme le relève le rapport technique du Conseil central de l'économie, l'évolution des coûts salariaux horaires dans les entreprises belges a, en moyenne, été en phase avec celle observée dans les trois principaux pays voisins (Allemagne, France et Pays-Bas) depuis 1996, année où la loi sur la compétitivité est entrée en vigueur. Dans l'hypothèse où, comme la loi le prescrit, les coûts en Belgique continuent à évoluer au même rythme que dans les pays voisins, l'évolution amorcée en 2003 devrait se poursuivre en 2005: une modération salariale est en effet annoncée

TABLEAU 7 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2001	2002	2003 e	2004 e	2005 e
Salaires bruts par heure prestée	3,7	4,8	2,3	3,2	2,5
Salaires conventionnels ⁽¹⁾	3,3	3,8	1,8	2,4	2,0
Adaptations conventionnelles réelles	0,8	1,5	0,4	0,8	0,4
Indexations	2,5	2,3	1,5	1,6	1,6
Glissement des salaires ⁽²⁾	0,3	1,0	0,5	0,8	0,5
Cotisations sociales des employeurs ⁽³⁾	0,2	0,2	-0,3	-0,5	-0,3
dont :					
Versées aux administrations publiques	-0,2	0,1	-0,3	-0,5	-0,3
Coûts salariaux horaires	3,9	5,0	2,1	2,6	2,2
Modification de la durée du travail par salarié ⁽³⁾	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	0,1
Coûts salariaux par salarié	3,6	4,4	1,8	2,8	2,4
Productivité du travail ⁽⁴⁾	-1,2	1,4	1,6	2,3	1,2
Coûts salariaux par unité produite	4,8	2,9	0,2	0,5	1,1

Sources : ICN; SPF Emploi, travail et concertation sociale; BNB.

(1) Augmentations salariales fixées en commissions paritaires.

(2) Augmentations et primes accordées par les entreprises au-delà des conventions collectives interprofessionnelles et sectorielles, glissement des salaires résultant de changements dans la structure de l'emploi – entre autres à cause des programmes de création d'emplois – et erreurs et omissions.

(3) Contribution à l'augmentation des coûts salariaux.

(4) Rapport entre la valeur ajoutée à prix constants et le nombre de personnes occupées, travailleurs salariés et indépendants.

aux Pays-Bas et les hausses attendues en France et, surtout, en Allemagne sont limitées. Sur la base des perspectives en matière de coûts salariaux et de durée du travail par personne occupée dans les pays voisins, la progression des coûts salariaux par heure prestée dans le secteur privé pourrait y atteindre 2 à 2,5 p.c. en moyenne.

Compte tenu notamment de l'incidence, en 2005, de mesures fiscales et parafiscales qui réduiront le coin fiscal entre coûts salariaux et rémunérations nettes, la croissance des coûts salariaux par heure prestée pourrait dès lors s'établir à 2,2 p.c. en Belgique l'an prochain. Les diminutions précitées des cotisations des employeurs exerceraient une incidence modératrice de 0,3 p.c., de sorte que l'augmentation des salaires bruts par heure prestée serait de 2,5 p.c. Les indexations s'élèveraient à environ 1,6 p.c. En supposant un glissement des salaires de 0,5 p.c., ces estimations impliquent donc une adaptation des salaires conventionnels réels de 0,4 p.c. en 2005, soit une situation comparable à celle enregistrée en 2003, première année de l'accord interprofessionnel en cours.

Si la durée moyenne du travail par salarié continue à croître durant la phase de reprise de l'activité économique, les rémunérations par salarié progresseraient un peu plus rapidement que celles par heure prestée et la productivité

du travail pourrait augmenter de 1,2 p.c., ce qui porterait la croissance des coûts salariaux par unité produite à 1,1 p.c.

3.3 Coûts et déflateurs

En raison de l'environnement largement ouvert à la concurrence dans lequel évoluent les entreprises, que ce soit sur les marchés à l'exportation ou sur leur propre marché intérieur, les prix de vente ne peuvent être librement adaptés, notamment à l'évolution des coûts de production. Les entreprises sont ainsi contraintes de fixer leurs prix dans des limites déterminées par les conditions du marché et de la demande. Compte tenu de l'évolution de leurs coûts de production, principalement les coûts salariaux et le prix des importations, les sociétés seront par conséquent amenées à ajuster, à tout le moins partiellement, leur marge d'exploitation.

Le déflateur de la demande intérieure, qui reflète l'évolution des prix de vente sur le marché intérieur, s'est accru en moyenne de 1,5 p.c. par an sur la période 2001-2003 et cette évolution devrait se poursuivre quasiment au même rythme en 2004 et 2005. Les mouvements des prix à l'exportation sont quant à eux plus erratiques et sont, compte tenu du contenu élevé des exportations en

TABLEAU 8 DÉFLATEURS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2001	2002	2003 e	2004 e	2005 e
<i>Déflateurs des composantes de la demande et du PIB</i>					
Demande finale ⁽¹⁾	1,6	0,2	0,1	1,1	1,5
Demande intérieure ⁽¹⁾	1,8	1,2	1,5	1,7	1,7
Exportations	1,5	-0,9	-1,4	0,7	1,3
Importations	1,5	-1,7	-1,8	1,0	0,9
<i>p.m. Termes de l'échange</i>	0,0	0,8	0,3	-0,3	0,4
PIB	1,8	1,7	1,7	1,3	2,0
<i>Coûts d'origine intérieure par unité de valeur ajoutée</i>					
Coûts salariaux ⁽²⁾	5,0	3,2	0,7	0,9	1,6
Excédent brut d'exploitation ⁽³⁾	-1,4	-1,1	3,9	0,5	2,8
dont :					
Marge d'exploitation des sociétés ⁽⁴⁾	-4,0	-2,7	5,8	0,0	4,0
Impôts indirects nets des subsides	-2,2	3,6	0,5	5,4	1,7

Sources : ICN, BNB.

(1) Y compris les variations des stocks.

(2) Par unité de PIB à prix constants, à l'exclusion du revenu mixte des indépendants.

(3) Par unité de PIB à prix constants, y compris le revenu mixte des indépendants.

(4) Par unité de valeur ajoutée des sociétés.

importations et des conditions de concurrence par les prix prévalant sur les marchés tiers, largement influencés par ceux des prix des biens et services importés. Les prix à l'exportation devraient augmenter de 0,7 p.c. en 2004 et de 1,3 p.c. en 2005, les termes de l'échange étant globalement neutres sur les deux années.

L'évolution des coûts intérieurs incorporés dans l'ensemble des biens et services produits se reflète dans le déflateur du PIB. Ces coûts sont constitués des salaires, des marges d'exploitation et des impôts indirects nets des subsides. Les coûts salariaux, exprimés par unité de valeur ajoutée, se sont sensiblement accrus en 2001 et 2002, de plus de 4 p.c. en moyenne par an. Face aux difficultés rencontrées pour adapter proportionnellement leurs prix de vente, les sociétés ont été contraintes de réduire leur marge d'exploitation. Celle-ci s'est contractée de plus de 3 p.c. en moyenne annuelle au cours de cette période. La modération salariale enregistrée en 2003 et 2004 ainsi que l'évolution relativement modérée attendue pour 2005 contribuent, à l'inverse, à la progression limitée des coûts intérieurs au cours de ces trois années et devraient permettre un rétablissement de la marge d'exploitation unitaire, qui augmenterait de près de 3 p.c. par an en moyenne au cours de la période 2003-2005. Au-delà de la marge, le montant de l'excédent d'exploitation des sociétés serait en outre favorablement influencé, particulièrement à partir de 2004, par la reprise de la demande finale. Toutefois, l'amélioration serait tempérée en cours d'année par l'évolution quelque peu défavorable des termes de l'échange à la suite du renchérissement des importations, découlant notamment de la hausse des cours pétroliers. En outre, certaines majorations de taxes indirectes, notamment sur le tabac et les produits pétroliers, ainsi que le versement anticipé en 2003 d'une partie de la subvention destinée à la SNCB devraient également influencer défavorablement l'excédent d'exploitation en 2004.

4. Finances publiques⁽¹⁾

4.1 Vue d'ensemble

En dépit d'un ralentissement conjoncturel persistant, les pouvoirs publics belges sont parvenus, pour la quatrième année consécutive, à éviter un déficit budgétaire en 2003. Selon des données provisoires publiées par l'ICN en

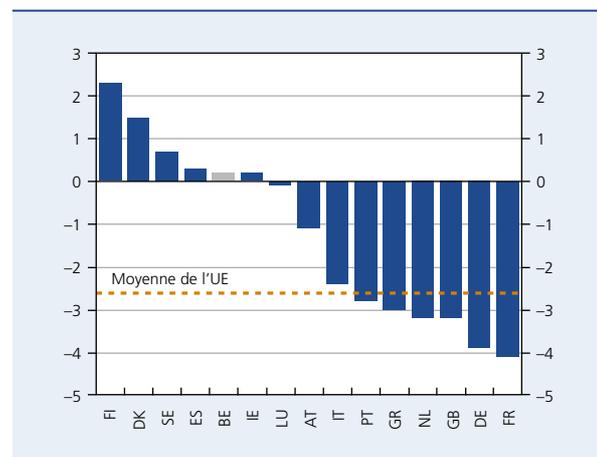
mars 2004, le compte des pouvoirs publics aurait affiché un excédent de quelque 0,2 p.c. du PIB.

Ce résultat tranche avec la situation des finances publiques dans d'autres États membres de l'UE. Seuls l'Espagne et les pays scandinaves ont affiché un excédent plus élevé. Les comptes du Royaume-Uni, des Pays-Bas et de la Grèce, par contre, ont clôturé l'année sur un déficit atteignant ou dépassant légèrement la valeur de référence de 3 p.c. du PIB fixée dans le Traité sur l'Union européenne. Enfin, en France et en Allemagne, où la norme des 3 p.c. avait déjà été franchie en 2002, le déficit budgétaire s'est encore creusé, passant à quelque 4 p.c. du PIB. Dans l'ensemble, les quinze États alors membres auraient affiché un déficit moyen de 2,6 p.c. du PIB en 2003.

En Belgique, la réalisation, en 2003, d'un léger excédent budgétaire en dépit de l'environnement difficile, est attribuable à l'influence de facteurs non récurrents.

Pour la troisième année consécutive déjà, la progression de l'activité était demeurée sensiblement inférieure à la croissance tendancielle. L'incidence favorable de la haute conjoncture des années 1999 et 2000 sur les finances publiques s'est ainsi progressivement atténuée et, selon la méthode harmonisée de correction des variations conjoncturelles utilisée au sein du SEBC, l'environnement macroéconomique aurait dans l'ensemble dégradé le solde budgétaire de quelque 0,4 p.c. du PIB en 2003. L'écart négatif du niveau effectif du PIB, inférieur de plus de 1 p.c. à la valeur tendancielle, n'a dès lors été que

GRAPHIQUE 14 SOLDES BUDGÉTAIRES DANS L'UE
(2003, pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN.

(1) Comme indiqué dans l'encadré 1, les projections de finances publiques sont établies et présentées en tenant compte des effets de calendrier sur les variables macroéconomiques, conformément à ce qui prévaut dans l'établissement des comptes des pouvoirs publics, selon la comptabilité nationale. Calculée de cette façon, la croissance réelle du PIB s'établit à 2,4 p.c. en 2004 et 2,3 p.c. en 2005, contre respectivement 2,3 et 2,6 p.c. pour le PIB corrigé des effets de calendrier.

partiellement compensé par la composition de celui-ci, légèrement plus favorable aux finances publiques qu'en moyenne.

En revanche, des facteurs non récurrents ont exercé une incidence extrêmement positive sur les finances publiques en 2003. Il s'agit surtout du transfert en capital de Belgacom, pour un montant de 5 milliards d'euros, dans le cadre de la reprise par le pouvoir fédéral des obligations en matière de retraites de cette entreprise, de même que du produit de nouvelles ventes d'immeubles par le pouvoir fédéral. L'effet de ces facteurs n'a été compensé que partiellement par, entre autres, le paiement anticipé en 2003 d'une partie des subsides d'exploitation et de la totalité des aides à l'investissement de la SNCB prévues pour 2004. Dans l'ensemble, les facteurs non récurrents auraient amé-

lioré les soldes budgétaires de quelque 1,5 p.c. du PIB en 2003. Corrigé pour tenir compte de ces facteurs et de l'influence du cycle conjoncturel, le déficit se montait à quelque 0,9 p.c. du PIB.

Dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, le léger excédent de 2003 se muerait en un déficit dès cette année. Il resterait limité à 0,3 p.c. du PIB en 2004, mais atteindrait 1 p.c. du PIB en 2005. Ces projections ne prennent en compte que les mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées; elles n'intègrent évidemment pas l'effet des décisions qui seront prises lors de l'élaboration du budget pour 2005. Il n'est pas tenu compte des normes budgétaires elles-mêmes (par exemple l'équilibre budgétaire visé pour les deux années dans le cadre du dernier programme de stabilité de novembre 2003), ni de mesures qui devraient encore être arrêtées pour respecter ces normes. Les projections indiquent donc ce qui se passerait si aucune mesure budgétaire supplémentaire n'était prise.

La dégradation du solde budgétaire serait le résultat des effets antagonistes de quatre facteurs différents.

D'abord, les charges d'intérêts de l'ensemble des pouvoirs publics poursuivraient leur recul en 2004 et 2005. Les projections reposent sur l'hypothèse technique selon laquelle le taux à court terme du marché demeure inchangé, tandis que le taux à long terme du marché ne passerait que de quelque 4,3 p.c. en moyenne en 2004 à environ 4,4 p.c. en moyenne en 2005. Dans ce contexte, le taux implicite de la dette publique reviendrait d'environ 5,4 p.c. en 2003 à quelque 5 p.c. en 2005, essentiellement grâce au refinancement de dettes à long terme à des taux plus faibles. Associé au repli du taux d'endettement, cela comprimerait les charges d'intérêts de quelque 0,8 p.c. du PIB entre 2003 et 2005.

Ensuite, les projections reposent sur un redressement conjoncturel progressif. La progression de l'activité augmenterait au cours de la période considérée et serait légèrement supérieure à la croissance tendancielle en 2004 comme en 2005, de sorte que l'effet négatif de la faible conjoncture des dernières années diminuerait. Dans la mesure où, d'après les projections, les revenus du travail, d'une part, et la consommation privée et les investissements en logements, d'autre part, resteraient en retrait par rapport à la hausse de l'activité en 2004, la composition du PIB sera toutefois moins avantageuse pour les finances publiques. Dans l'ensemble, l'incidence défavorable de l'environnement macroéconomique décrite ci-dessus ne refluerait dès lors que de 0,2 p.c. du PIB environ, à 0,2 p.c. du PIB en 2005.

TABLEAU 9 SOLDES BUDGÉTAIRES CORRIGÉS DES VARIATIONS CONJONCTURELLES ET SOLDES STRUCTURELS
(pourcentages du PIB)

	2003	2004 e	2005 e
Solde de financement (a)	0,2	-0,3	-1,0
Charges d'intérêts (b)	5,6	5,1	4,8
Solde primaire (c = a + b)	5,8	4,8	3,8
<i>p.m. Recettes</i>	51,6	50,0	49,2
<i>Dépenses primaires</i>	45,8	45,2	45,4
Composante conjoncturelle (d)	-0,4	-0,5	-0,2
Niveau du PIB	-0,7	-0,4	-0,3
Effets de composition	0,3	-0,1	0,1
Solde primaire corrigé des variations conjoncturelles (e = c - d)	6,2	5,3	4,1
Influence de facteurs non récurrents ⁽¹⁾ (f)	1,5	0,8	0,1
dont :			
Transfert en capital de Belgacom	1,9	0,0	0,0
Glissement du financement de la SNCB	-0,4	0,4	0,0
Vente de biens immeubles	0,1	0,1	0,0
Glissements entre précompte professionnel et enrôlement	0,0	0,1	0,1
Déclaration libératoire unique	0,0	0,3	0,0
Solde primaire structurel (g = e - f)	4,7	4,5	4,0
<i>(p.m. Variation du solde primaire structurel)</i>		(-0,2)	(-0,5)
<i>p.m. Solde de financement structurel</i> (h = a - d - f)	-0,9	-0,6	-0,8

Sources : ICN, BNB.

(1) Un chiffre positif (négatif) améliore (dégrade) les soldes budgétaires.

L'effet de la faible amélioration de la composante cyclique du solde budgétaire et du vif repli des charges d'intérêts est toutefois largement compensé par la disparition progressive de l'incidence favorable des facteurs non récurrents et, dans une moindre mesure, par un nouvel assouplissement de la politique budgétaire structurelle.

En 2004, les facteurs non récurrents amélioreraient encore les soldes budgétaires de 0,8 p.c. du PIB. D'abord, les moyens budgétaires transférés à la SNCB seront cette année exceptionnellement plus faibles de 0,4 p.c. du PIB en raison du glissement susmentionné vers 2003. Par ailleurs, les pouvoirs publics attendent des recettes substantielles à la suite des régularisations qui découleront de la déclaration libératoire unique. Dans la mesure où il est impossible de prédire avec exactitude quel sera le produit de cette opération, l'estimation du gouvernement, de quelque 0,3 p.c. du PIB, a été reprise comme hypothèse technique dans les projections. En outre, le pouvoir fédéral envisage des ventes d'immeubles qui devraient peser à nouveau pour près de 0,1 p.c. du PIB sur les dépenses en capital. Enfin, certains relèvements du précompte professionnel (notamment l'augmentation de la retenue au titre des taxes communales et l'introduction d'un précompte sur certains revenus de remplacement) alourdiraient temporairement la fiscalité. En 2005, seul ce dernier élément exercerait encore quelque incidence sur le compte des pouvoirs publics puisque l'augmentation du précompte professionnel ne serait entièrement compensée par des enrôlements réduits qu'en 2006. Globalement, on considère donc que la quasi-disparition des facteurs non récurrents dégraderait les soldes budgétaires de 1,4 p.c. du PIB entre 2003 et 2005.

En outre, les projections font état d'un nouvel assouplissement de la politique budgétaire structurelle. Le solde primaire structurel reculerait en effet de 0,7 p.c. du PIB entre 2003 et 2005. Ceci résulte à la fois de la poursuite prévue des allègements des charges, de la réduction des recettes non fiscales et non parafiscales et de la politique très légèrement expansionniste en matière de dépenses.

4.2 Recettes

La poursuite de la mise en œuvre de la réforme de l'impôt des personnes physiques amputera les recettes fiscales au cours des années considérées. La dernière phase de la réforme concerne les revenus de 2004. Seul le relèvement de la quotité exemptée des personnes mariées a d'emblée été partiellement incorporée au précompte professionnel même si, pour ce qui est des indépendants, on peut considérer que le coût se

reflétera immédiatement dans les versements anticipés. De plus, les résultats des enrôlements devraient être négativement affectés par certaines mesures applicables aux revenus de 2002 – comme l'instauration d'un crédit d'impôt pour les contribuables dont le revenu professionnel est faible et les dispositions en faveur des enfants à charge –, mais qui n'avaient pas été intégrées au précompte professionnel de cette année. La réforme sera en principe complètement réalisée après 2004, mais son coût continuera d'augmenter en 2005 (et encore plus en 2006) puisque toutes les mesures n'ont pas été immédiatement intégrées au précompte professionnel. Dans l'ensemble, il s'agit d'un surcoût budgétaire total de quelque 0,4 p.c. du PIB de 2003 à 2005.

Les allègements des cotisations sociales prévus pèseront eux aussi sur l'évolution des recettes fiscales et parafiscales. Il s'agit d'abord des diminutions de cotisations patronales décidées lors de la Conférence pour l'emploi de 2003. Ces dernières visent à élargir les réductions structurelles et à réduire les charges de groupes cibles spécifiques, essentiellement les travailleurs percevant les salaires les plus bas et les métiers de la connaissance. Par ailleurs, les cotisations personnelles versées sur les salaires les plus bas continueraient d'être

TABLEAU 10 MESURES STRUCTURELLES EN MATIÈRE DE RECETTES PUBLIQUES

(millions d'euros, sauf mention contraire; variations par rapport à l'année précédente)

	2004	2005
Taxes	321	-201
dont:		
Réforme de l'impôt des personnes physiques ⁽¹⁾	-612	-494
Relèvement de la cotisation sur l'énergie	128	0
Relèvement des accises sur le tabac ..	155	130
Relèvement des accises sur les huiles minérales	177	215
Contribution Elia	115	57
Lutte contre la fraude et meilleure perception	310	0
Cotisations sociales	-515	-475
Réduction des cotisations patronales ...	-533	-272
Réduction des cotisations personnelles ..	18	-203
Total	-194	-676
p.m. Pourcentages du PIB	-0,1	-0,2

Sources: ONSS, SPF Finances, BNB.

(1) Y compris les effets dérivés sur les taxes communales.

abaissées à partir de 2005 ; à terme, cette mesure doit remplacer le crédit d'impôt instauré il y a quelques années. Les répercussions budgétaires totales de ces nouvelles réductions des cotisations devraient être légèrement supérieures à 0,3 p.c. du PIB au cours des années considérées.

L'allègement susmentionné de la pression fiscale et parafiscale, qui bénéficie principalement au travail, serait toutefois en partie compensé par l'effet, portant sur une année complète, du relèvement, en août 2003, de la cotisation sur l'énergie prélevée sur la plupart des produits énergétiques et par les hausses nouvelles de certaines taxes sur la consommation en 2004 et en 2005. Ainsi, ce sont principalement les taux des accises sur le tabac et les huiles minérales qui ont augmenté en 2004, et de nouvelles augmentations sont annoncées pour 2005. Les mesures auraient pour effet d'accroître le produit de ces taxes de près de 0,3 p.c. du PIB entre 2003 et 2005. L'introduction du prélèvement pour Elia sur la distribution d'électricité rapporterait environ 0,05 p.c. du PIB par an, même si le produit de 2004 serait légèrement inférieur dans la mesure où le prélèvement n'est introduit qu'en cours d'année.

Enfin, le pouvoir fédéral a intégré au budget 2004 un programme détaillé visant à lutter contre la fraude fiscale et à améliorer la perception. Selon le gouvernement, cette initiative devrait majorer de manière structurelle les recettes fiscales d'environ 0,1 p.c. du PIB. Cette hypothèse technique a été reprise dans les projections.

Les mesures structurelles déjà connues exerceraient donc, par solde, une incidence à la baisse de 0,3 p.c. du PIB sur l'évolution des recettes fiscales et parafiscales entre 2003 et 2005.

Les recettes non fiscales et non parafiscales afficheraient, abstraction faite des facteurs non récurrents, une modeste baisse de 0,2 p.c. du PIB pour la période considérée. Cette diminution s'explique notamment par la contraction des revenus de la propriété, entre autres à la suite de la libéralisation totale du marché de l'électricité en Région flamande.

4.3 Dépenses primaires

Corrigées des incidences conjoncturelles et des facteurs non récurrents, et déflatées par l'indice des prix à la consommation national, les dépenses primaires s'alourdiraient en moyenne de 2,3 p.c. en 2004 et en 2005⁽¹⁾. Ce rythme de progression est légèrement supérieur à la croissance tendancielle de l'activité et peut dès lors être

considéré comme faiblement expansionniste : la dégradation de l'excédent primaire structurel entre 2003 et 2005 est à imputer pour un peu plus de 0,2 p.c. du PIB à la politique en matière de dépenses.

L'estimation des dépenses pour 2004 tient compte des budgets (adaptés) du pouvoir fédéral, y compris celui de la sécurité sociale, et ceux des communautés et des régions. Pour l'ensemble des pouvoirs publics, les dépenses primaires structurelles augmenteraient de quelque 2,2 p.c. à prix constants, un taux d'accroissement proche de la moyenne de quelque 2,1 p.c. des dix dernières années, mais nettement inférieur à celui d'environ 3 p.c. enregistré en moyenne en 2002 et en 2003.

Les dépenses primaires sont fortement poussées à la hausse, notamment par la vive croissance des dépenses de soins de santé qui, comme stipulé dans le dernier accord de gouvernement, peuvent présenter une progression annuelle réelle de 4,5 p.c. jusqu'en 2007. Les investissements afficheraient eux aussi une très forte croissance.

Le rythme de hausse des dépenses primaires en 2005 est bien entendu très difficile à estimer, dans la mesure où aucun budget n'est encore disponible. Les projections reposent sur l'hypothèse d'une croissance structurelle de quelque 2,3 p.c. à prix constants, soit un peu plus que le rythme de progression moyen de la dernière décennie. Elles tiennent compte entre autres de l'évolution annoncée des dépenses de soins de santé et d'une nouvelle accélération des dépenses d'investissement, sous l'effet de la forte augmentation, liée au cycle électoral, de la formation brute de capital fixe par les pouvoirs locaux.

4.4 Dette

En dépit du ralentissement de la croissance du PIB observé au cours des dernières années, la contraction de la dette publique s'est poursuivie sans relâche. À la fin de 2003, la dette brute consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics n'était plus que légèrement supérieure au PIB.

Selon les projections, la réduction de la dette se ralentirait au cours de la période considérée, malgré le redressement conjoncturel progressif. Cela s'explique surtout par la détérioration du solde budgétaire, mais aussi par des opérations qui ont une incidence sur la dette mais pas sur le solde, relativement importantes et défavorables. Il a ainsi été tenu compte

(1) Le rythme de progression mentionné est légèrement biaisé par une nouvelle modification du financement de l'UE: la part des recettes de TVA qui est transférée aux institutions européennes serait, en 2004, de nouveau abaissée, tandis que la quatrième ressource, comptabilisée comme une dépense pour les pouvoirs publics, serait relevée. Cette opération est neutre pour le budget, mais accroît les recettes et les dépenses.

TABLEAU 11 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1993	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e	2005 e
Niveau de la dette	136,7	114,5	109,1	108,1	105,8	100,7	98,2	98,0
Variation de la dette			-5,4	-1,0	-2,3	-5,1	-2,6	-0,1
Variation endogène			-5,7	-3,1	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2
Solde primaire requis pour stabiliser la dette ⁽¹⁾			1,2	4,0	3,5	2,6	1,3	0,6
Taux d'intérêt implicite de la dette ⁽²⁾			6,2	6,2	5,7	5,4	5,2	5,0
Croissance du PIB nominal ⁽²⁾			5,1	2,4	2,4	2,9	3,8	4,3
Solde primaire effectif			6,9	7,1	6,1	5,8	4,8	3,8
Variation résultant d'autres facteurs			0,4	2,1	0,3	-1,8	0,9	3,0
Opérations avec la BNB (e.a. plus-values sur or)			0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Privatisations et autres opérations financières ⁽³⁾			-0,1	0,0	0,0	-2,3	0,0	0,0
Formation nette d'actifs financiers en dehors du secteur des administrations publiques			0,3	-0,3	-0,2	0,2	0,0	0,0
Autres ⁽⁴⁾			0,2	2,5	0,7	0,4	0,9	3,0

Sources : ICN, BNB.

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

(2) Pourcentages.

(3) Y compris la vente du portefeuille géré par Credibe et le remboursement partiel de dettes vis-à-vis du FADELS par les sociétés régionales de logement social en 2003.

(4) Principalement des octrois de crédits, des prises de participation, des différences de change, des primes à l'émission et au rachat, des écarts statistiques et l'intégration à l'ensemble des pouvoirs publics de Credibe (2001) et de l'institution qui héritera d'une partie de la dette de la SNCB (2005).

TABLEAU 12 COMPARAISON DES PRÉVISIONS POUR LA BELGIQUE

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

	PIB réel		Inflation		Date de publication
	2004	2005	2004	2005	
BNB	2,3	2,6	1,8	1,7	juin 2004
Bureau fédéral du plan	2,0	2,7	1,6	1,5	mai 2004
FMI	1,8	2,4	1,4	1,4	avril 2004
CE	2,0	2,5	1,5	1,6	avril 2004
OCDE	2,0	2,6	1,6	1,4	mai 2004
Belgian Prime News	2,1	2,3	1,5	1,6	mars 2004
Consensus Economics	1,8	2,1	1,7	1,7	mai 2004
Economist's Poll	1,9	1,9	1,4	1,5	mai 2004
<i>p.m. Réalisation 2003</i>		1,1		1,5	

de la restructuration de la SNCB annoncée par le gouvernement fédéral, comme mentionné dans le dernier programme de stabilité. Elle aurait pour effet de gonfler la dette publique de quelque 2,6 p.c. du PIB en 2005, puisque, selon la méthodologie du SEC 1995, la nouvelle entité au sein de laquelle la majeure partie des dettes et les droits de propriété de l'infrastructure de la société des chemins de fer seront logés sera en effet plus que probablement reprise dans le secteur des administrations publiques. Globalement, la dette publique atteindrait 98 p.c. du PIB à la fin de 2005.

5. Synthèse des résultats d'autres institutions

Les principaux résultats des projections de la Banque se démarquent quelque peu des prévisions publiées récemment par le Bureau fédéral du plan et les institutions internationales, par une croissance et une inflation légèrement

plus élevées, principalement pour 2004. Ces différences ne reflètent pas des divergences importantes dans l'appréciation générale des perspectives de l'économie belge, mais résultent sans doute des informations statistiques disponibles au moment de l'établissement de chacune des prévisions et des hypothèses retenues.

Ainsi, si toutes les institutions intègrent un renforcement conjoncturel à partir de la mi-2003, la croissance du PIB observée dans les comptes nationaux trimestriels successivement publiés jusqu'au premier trimestre de 2004 a été un peu plus élevée que généralement attendu. De même, la progression des cotations du pétrole sur les marchés internationaux en avril et mai 2004 et le léger recul de l'euro n'ont pu être intégrés qu'au fil du temps dans les hypothèses, exerçant un effet à la hausse sur les prévisions les plus récentes d'inflation.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2001	2002	2003	2004 e	2005 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB aux prix de 2000	0,7	0,7	1,1	2,3	2,6
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variations des stocks	1,1	0,2	1,8	1,8	2,7
Exportations nettes de biens et services	0,2	-0,3	-1,4	0,5	0,5
Variations des stocks	-0,7	0,8	0,7	0,1	-0,6
Prix et coûts					
Indice harmonisé des prix à la consommation	2,4	1,6	1,5	1,8	1,7
Indice santé	2,7	1,8	1,5	1,6	1,6
Déflateur du PIB	1,8	1,7	1,7	1,3	2,0
Termes de l'échange	0,0	0,8	0,3	-0,3	0,4
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	4,8	2,9	0,2 e	0,5	1,1
Coûts salariaux par salarié	3,6	4,4	1,8 e	2,8	2,4
Productivité par salarié	-1,2	1,4	1,6 e	2,3	1,2
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne en milliers d'unités)	60,4	-12,4	-15,2 e	15,0	43,7
Taux de chômage harmonisé (p.c. de la population active)	6,7	7,3	8,1	8,3	8,0
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	1,7	1,3	0,7 e	1,2	2,0
Taux d'épargne des particuliers (p.c. du revenu disponible)	15,4	16,2	15,4 e	14,9	14,8
Finances publiques					
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques (p.c. du PIB)	0,5	0,0	0,2	-0,3	-1,0
Dette publique (p.c. du PIB)	108,1	105,8	100,7	98,2	98,0
Compte courant (p.c. du PIB selon balance des paiements)	3,7	5,3	3,1	3,6	3,9

Sources : CE, ICN, INS, BNB.

La transmission des impulsions de politique monétaire en Belgique

V. Périlleux

Q. Wibaut⁽¹⁾

La participation de la Belgique à l'union monétaire européenne lui apporte les bénéfiques microéconomiques d'un vaste espace commercial et financier sans risque de change et les avantages macroéconomiques procurés par une banque centrale indépendante ayant reçu le mandat clair de maintenir la stabilité des prix. Le coût éventuel du renoncement à une politique monétaire autonome – lequel avait été en quelque sorte anticipé par l'adoption d'un objectif de cours de change vis-à-vis du mark allemand en 1990 – dépend non seulement de la probabilité pour l'économie belge d'être confrontée à des chocs spécifiques mais aussi de la mesure dans laquelle la réaction aux impulsions de la politique monétaire unique risque d'être atypique.

En vue de fournir des éléments de réponse à cette dernière question, le présent article décrit d'abord schématiquement le processus de transmission des impulsions de politique monétaire, en épinglant çà et là certaines spécificités de l'économie belge. Il présente ensuite les résultats de simulations macroéconomiques.

1. Complexité de la transmission des impulsions de politique monétaire

1.1 De l'instrument à l'objectif, un long parcours

Les effets de la politique monétaire sur l'activité et les prix ne peuvent être analysés sans distinguer différents horizons temporels. Ainsi, c'est en maintenant la stabilité des prix à moyen et long termes que les autorités monétaires créent l'environnement le plus favorable à

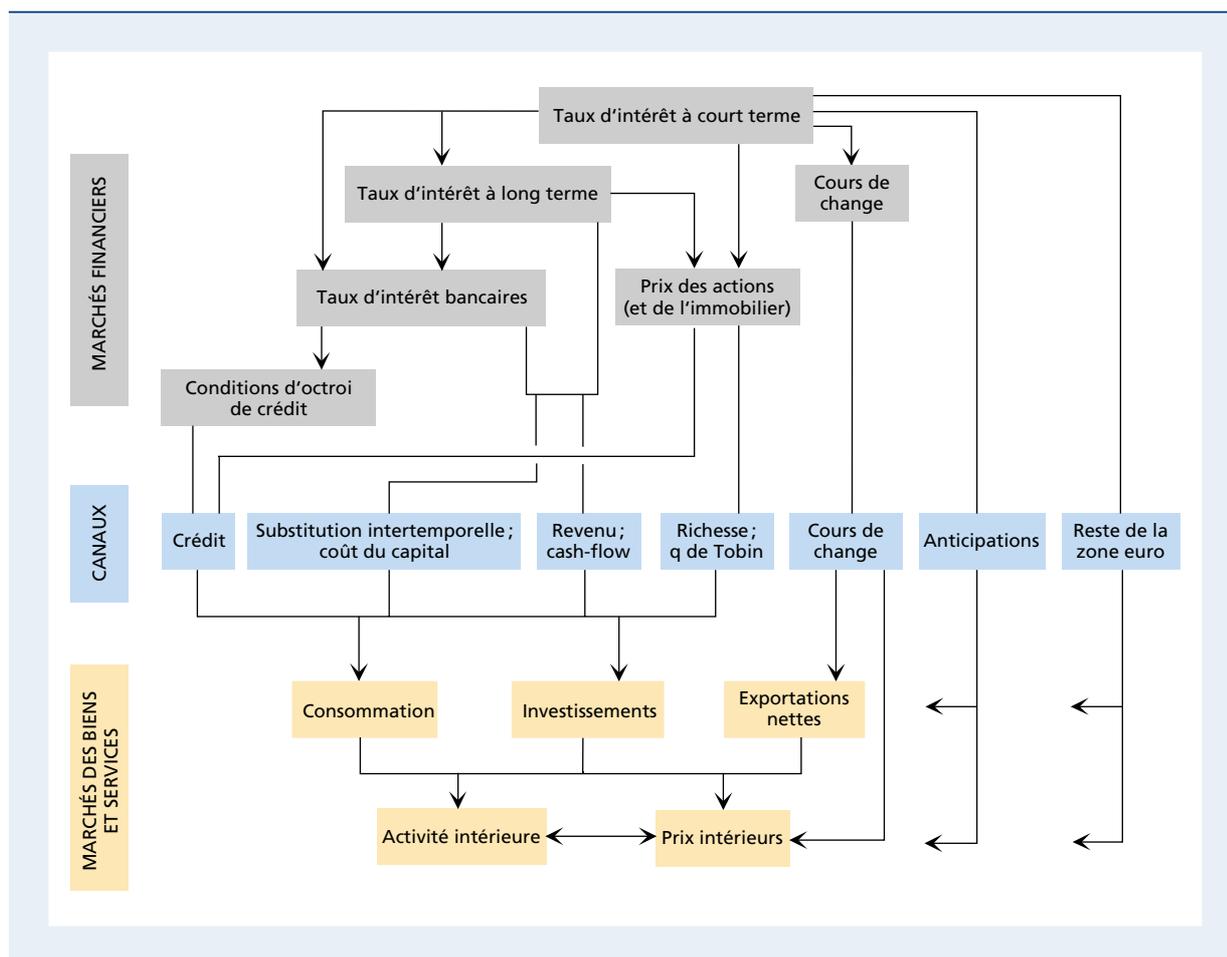
une croissance durable. À cet égard, la mission conférée à l'Eurosystème et la disparition du risque de change au sein de la zone euro donnent aux agents économiques belges l'assurance d'une stabilité monétaire dans un vaste espace économique.

À plus court terme, les autorités monétaires contribuent à la stabilisation de la croissance, puisqu'elles tiennent compte de ce que les fluctuations conjoncturelles engendrent des pressions à la hausse ou à la baisse sur les prix. Le souci de stabiliser l'activité explique aussi que l'objectif de stabilité des prix soit défini à moyen terme, ce qui permet une réaction graduelle à certains chocs sur les prix. Il ne peut cependant faire place à une volonté de stimuler l'activité au détriment de la stabilité des prix, ce qui provoquerait un relèvement des anticipations inflationnistes.

La banque centrale cherche à atteindre ses objectifs en réagissant aux divers chocs qui affectent l'économie. Ainsi, la demande peut être poussée à la hausse par une « exubérance financière », par de fortes hausses de salaires, par une politique budgétaire laxiste, par une vive expansion à l'étranger, etc. Si de tels chocs suscitent des tensions inflationnistes, la banque centrale peut être amenée à freiner l'expansion économique, afin de conserver un environnement propice à la croissance à plus long terme. Au contraire, l'offre peut être relevée par des gains de productivité accrus. Dans un tel cas, un assouplissement de la politique monétaire peut être requis pour

(1) Les auteurs remercient K. Burggraeve et Ph. Jeanfils pour les simulations macroéconomiques qu'ils ont effectuées et pour leurs commentaires.

GRAPHIQUE 1 PRINCIPAUX CANAUX DE TRANSMISSION DES IMPULSIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE ⁽¹⁾



(1) Ce schéma simplifie l'ensemble des interactions existant entre les différentes variables présentées pour ne mettre en évidence que les principales relations par lesquelles transite une impulsion de politique monétaire avant d'affecter les marchés des biens et des services.

favoriser l'ajustement de la demande. Un renchérissement du pétrole est un choc plus embarrassant, qui exerce un effet dépressif sur l'activité et pousse les prix à la hausse. La banque centrale doit veiller à ce qu'il ne déclenche pas de dérive inflationniste.

La forte imbrication de l'économie belge dans le tissu européen en rend les évolutions similaires à celles de la zone euro. Au cours des dernières décennies, elle a été peu affectée par des « chocs asymétriques » et n'a guère réagi de manière asymétrique à des chocs communs. La Belgique figure, avec la France, l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche, parmi les pays dont les évolutions en termes d'activité et de prix ont été les plus proches de la moyenne de la zone euro dans la période 1993-2000⁽¹⁾.

Les impulsions de la politique monétaire sont des chocs (ou contre-chocs) particuliers, qui n'affectent qu'indirectement l'activité et les prix. En effet, la banque centrale

n'exerce une emprise directe que sur les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire. Ceux-ci influencent d'autres variables financières qui, à leur tour, agissent sur les comportements sur les marchés des biens et services et du travail, où se forment coûts et prix (graphique 1). Dans tout ce processus de transmission, les attentes des agents économiques – opérateurs financiers et acteurs de la formation des salaires et des prix en particulier – jouent un rôle essentiel.

1.2 L'influence exercée sur les variables financières

Les anticipations des agents économiques jouent dès les premières étapes de la transmission des impulsions de politique monétaire. En effet, un relèvement identique du taux d'intérêt à très court terme exerce des effets très

(1) Cf. S. Ide et Ph. Moës (2003).

différents sur la courbe des rendements selon la manière dont il est perçu. S'il a été anticipé, il ne modifie guère les taux à plus long terme. Non anticipé et s'il est considéré comme durable, par exemple parce qu'il laisse augurer de meilleures perspectives de croissance, il peut entraîner toute la courbe vers le haut. Il peut, au contraire, provoquer une baisse des taux à long terme s'il renforce la crédibilité anti-inflationniste de la banque centrale.

Les taux à long terme dans la zone euro ne dépendent d'ailleurs pas uniquement de la politique monétaire de l'Eurosystème et de son orientation future attendue mais peuvent aussi être entraînés par d'autres facteurs. Ils subissent ainsi l'influence directe des taux à long terme aux États-Unis, un phénomène qui fut marquant lors du relèvement brutal des taux du marché obligataire mondial en 1994.

Dans le cas des cours de change, la multiplicité des facteurs pris en considération lors de la formation des anticipations est telle que la réaction normale à un relèvement du taux d'intérêt à court terme, à savoir, sous l'hypothèse de taux d'intérêt constants à l'étranger, l'appréciation de la monnaie en laquelle les placements sont devenus plus rémunérateurs, ne se manifeste pas toujours. C'est pourquoi il est important, dans tout exercice empirique d'évaluation des effets de la politique monétaire, de pouvoir distinguer le canal du cours de change.

Les taux d'intérêt des marchés monétaire et obligataire déterminent à leur tour les taux débiteurs et créditeurs appliqués par les banques. Un prochain article sera consacré à la formation des taux bancaires en Belgique. Les changements dans l'orientation de la politique monétaire peuvent aussi affecter les autres conditions de l'octroi de crédit bancaire. Ainsi, un relèvement des taux d'intérêt, susceptible, toutes choses égales par ailleurs, de détériorer la situation financière des emprunteurs, peut conduire les banques à rationner le crédit dans la mesure où elles craignent que des taux plus élevés ne leur amènent des projets trop risqués (sélection adverse).

À la suite d'un resserrement de la politique monétaire, le ralentissement de l'octroi de crédit et l'attrait accru des placements en titres freinent l'expansion de la masse monétaire.

Enfin, une hausse des taux d'intérêt fait normalement baisser les prix d'actifs, qui constituent la valeur actualisée de recettes futures, tels que les cours des actions et des obligations existantes, ainsi que les prix de l'immobilier.

1.3 Les canaux de l'influence des variables financières sur les variables réelles

Un relèvement des taux d'intérêt par la banque centrale⁽¹⁾ est susceptible d'affecter les variables de l'économie dite réelle par divers canaux. Le plus traditionnel est celui des choix intertemporels : les agents économiques sont incités à substituer des actifs financiers, devenus plus rémunérateurs, à des actifs réels, ou encore à comprimer leur endettement, et donc à différer leurs dépenses de consommation et d'investissement. On parlera généralement de canal de la substitution dans le cas du consommateur et de canal du coût du capital dans le cas de l'entreprise. Les dépenses en biens de consommation durables, en immeubles, en équipements et en stocks sont le plus affectées par ces effets car elles peuvent être plus facilement reportées.

Par ailleurs, une augmentation des taux d'intérêt alourdit la charge d'intérêts des débiteurs et accroît le revenu des créanciers. Ces effets de revenu sont d'autant plus rapides que les prêts existants sont de courte durée. On observe à ce propos que, en Belgique, comme dans la plupart des pays de la zone euro, le financement à moyen et long terme est prépondérant, en particulier en ce qui concerne le crédit hypothécaire⁽²⁾. La demande de biens et services sera affectée dans la mesure où les propensions à dépenser le revenu courant des uns et des autres sont différentes. L'effet de revenu sera généralement positif chez les ménages considérés dans leur ensemble et négatif pour les entreprises, dont le flux de trésorerie (cash-flow) se resserre (voir ci-après), et pour les administrations publiques.

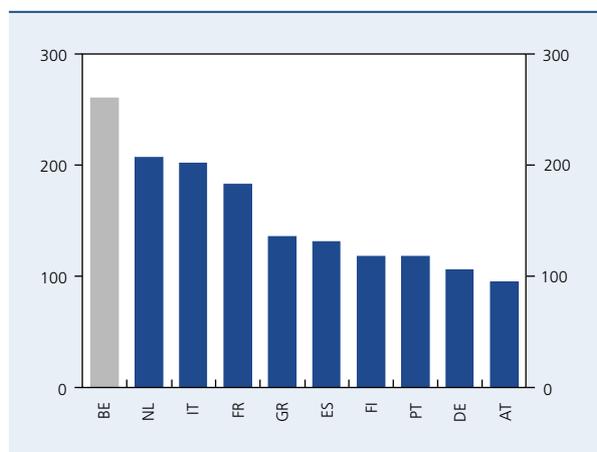
La dévalorisation du patrimoine suscitée par un relèvement des taux d'intérêt exerce en revanche un effet de richesse négatif sur la consommation des ménages, pour autant qu'elle soit perçue comme relativement permanente. L'ampleur des effets de richesse dépend de nombreux facteurs. En Belgique, comme dans la plupart des pays de la zone euro, il semble qu'il soit relativement limité, notamment par comparaison avec les États-Unis⁽³⁾. Il pourrait cependant avoir augmenté étant donné la diffusion de la détention d'actions, en particulier par le biais d'organismes de placement collectif.

(1) Les effets d'un abaissement des taux d'intérêt peuvent être considérés comme symétriques.

(2) À propos du marché du logement, voir V. Bagnat, D. Cornille et M. Druant (2003).

(3) Cf. B. Eugène, Ph. Jeanfils et B. Robert (2003).

GRAPHIQUE 2 ACTIFS FINANCIERS NETS DES MÉNAGES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO⁽¹⁾
(fin 2000, pourcentages du PIB)



Source : Report on Financial Structures, BCE, 2002.

(1) Les données pour l'Irlande et le Luxembourg ne sont pas disponibles.

La Belgique se distingue, certes, par la taille de la richesse financière nette des ménages, qui est en partie le corollaire de la hauteur de la dette publique (graphique 2). Toutefois, ce patrimoine se compose d'une part importante d'actions non cotées, peut-être recensées de manière plus complète que dans d'autres pays, et la différence par rapport à la moyenne de la zone euro quant à l'ampleur de la dette publique tend à se réduire.

La baisse du cours des actions provoquée par un resserrement de la politique monétaire est aussi susceptible de freiner l'investissement, car elle dissuade l'émission d'actions. Le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur de remplacement du stock de capital, connu sous le nom de q de Tobin, influence le choix entre acquisition de sociétés existantes et investissement. À nouveau, cet effet est sans doute moins prononcé dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Les effets négatifs d'un relèvement des taux d'intérêt sur la demande intérieure peuvent être renforcés par l'existence d'un canal du crédit, dû à l'imperfection des marchés financiers, qui sont caractérisés par l'asymétrie d'information. Un resserrement de la politique monétaire peut, en effet, provoquer non seulement une hausse du niveau général des taux d'intérêt mais aussi un élargissement de la prime de financement externe, voire un rationnement du crédit, car il est de nature à aggraver le problème d'asymétrie d'information. D'une part, les banques les moins liquides et solvables ne pourront pas compenser l'érosion des dépôts par des émissions de titres et devront

se montrer plus restrictives dans l'octroi de crédits (canal du prêt bancaire). D'autre part, la détérioration de la position bilantaire des firmes et la dévalorisation des garanties que peuvent présenter les emprunteurs rendront les banques plus prudentes (canal des bilans). On peut ainsi observer des phénomènes d'accélérateur financier.

L'existence d'un effet de « cash-flow » sur les investissements des entreprises est souvent considérée comme témoignant de celle d'un canal des bilans, puisqu'elle est le signe de contraintes de liquidité. Une analyse menée sur un large échantillon de sociétés belges a récemment montré qu'un tel effet était effectivement sensible dans l'industrie manufacturière et la construction, en particulier dans les branches à forte intensité capitalistique et pour les petites entreprises⁽¹⁾.

À l'échelle macroéconomique, toutefois, il apparaît que les sociétés belges sont relativement peu dépendantes du crédit octroyé par les banques résidentes. Cette situation résulte en partie d'un recours plus important au financement par des sociétés liées étrangères.

Contrairement aux autres canaux, le canal du cours de change comprend un impact direct sur les prix intérieurs : une appréciation de la monnaie réduit le coût des importations, ce qui se répercute plus ou moins rapidement sur les prix à la consommation. En outre, l'appréciation affecte négativement la demande adressée aux entreprises du secteur exposé, dont la position concurrentielle se détériore, de sorte qu'elle provoque une baisse des exportations nettes. Cet effet est atténué par l'augmentation du pouvoir d'achat des ménages, qui stimule leur consommation.

L'adoption de l'euro a profondément transformé le canal du cours de change, puisque seuls varient désormais les cours de change vis-à-vis des monnaies hors zone euro. Auparavant, il n'était pas rare que de fortes fluctuations de ces derniers provoquent des tensions entre monnaies du mécanisme de change européen, en particulier en cas de faiblesse du dollar. En outre, les modifications des cours de change issues de réalignements au sein de ce mécanisme étaient sans doute perçues comme plus permanentes que les fluctuations des cours des monnaies flottantes. Le canal du cours de change a donc perdu de son importance. En proportion de la demande finale, les échanges avec les pays hors zone euro sont cependant plus importants pour la Belgique que pour la plupart des pays de la zone : à cet égard, la Belgique se classe, avec la Finlande, les Pays-Bas et le Luxembourg, après

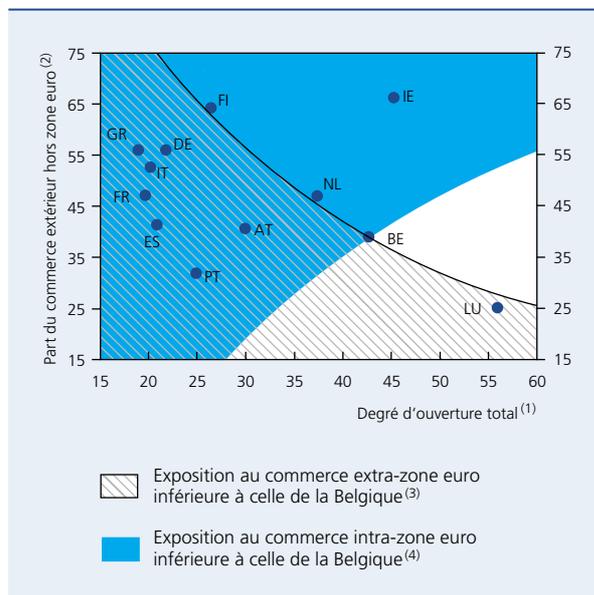
(1) P. Butzen, C. Fuss et Ph. Vermeulen (2001).

l'Irlande (graphique 3). Cette position provient notamment d'une prépondérance plus marquée des importations de biens intermédiaires et peut être influencée par un « effet portuaire ».

Par ailleurs, le resserrement de la politique monétaire est nécessairement commun à l'ensemble de la zone euro et ses effets sur l'économie belge dépendent largement de son incidence sur les partenaires commerciaux de la Belgique au sein de la zone. De tels effets de report seront particulièrement importants pour l'économie belge, qui est, après l'économie luxembourgeoise, la plus ouverte aux échanges avec le reste de la zone (graphique 3).

La description des canaux de transmission des impulsions de politique monétaire qui vient d'être esquissée n'est pas exhaustive. Ainsi, la hausse des charges d'intérêts des entreprises augmente les coûts et tend ainsi à réduire l'offre. L'interaction entre l'offre et la demande globales de biens et services et les réactions sur le marché du travail déterminent l'ampleur et le profil des effets de prix et de volume, un processus dans lequel les anticipations jouent aussi un rôle important.

GRAPHIQUE 3 DEGRÉ D'OUVERTURE DES ÉCONOMIES DE LA ZONE EURO



Sources : CE, ICN.

- (1) Moyenne des exportations et importations de biens et services en pourcentage de la demande finale.
- (2) Moyenne des exportations et importations de biens hors zone euro en pourcentage de la moyenne des exportations et importations totales de biens.
- (3) Zone dans laquelle le produit du degré d'ouverture total par la part du commerce extérieur hors zone euro est inférieur à ce même produit pour la Belgique.
- (4) Zone dans laquelle le produit du degré d'ouverture total par la part du commerce extérieur intra zone euro est inférieur à ce même produit pour la Belgique.

1.4 Effets de prix et de volume

Toutes choses égales par ailleurs, un relèvement des taux d'intérêt provoque une contraction de la demande globale supérieure au recul de l'offre, poussant de la sorte les prix à la baisse. Comme on l'a vu, ces derniers peuvent en outre être affectés plus directement par une appréciation de la monnaie sur le marché des changes.

La répartition des effets de la baisse de la demande sur l'activité et les prix respectivement dépend notamment du mode de formation des prix et des salaires, en particulier du degré de rigidité et de l'influence des anticipations. Une spécificité de la Belgique à cet égard est l'indexation automatique des salaires, qui en réduit la rigidité nominale et en accroît la rigidité réelle. L'indexation est cependant tempérée par la référence à un « indice-santé », duquel sont exclus les carburants, les boissons alcoolisées et le tabac, et accompagnée de la prise en compte explicite, dans les négociations salariales, de l'impératif du maintien de la compétitivité.

D'une manière générale, des rigidités nominales à la baisse ou la persistance d'anticipations inflationnistes impliquent qu'un resserrement de la politique monétaire provoque une contraction de l'activité relativement importante avant de produire l'effet attendu sur les prix, par le biais d'une sous-utilisation des équipements et de la force de travail. Dans un contexte d'inflation, un certain « sacrifice » en termes de croissance est donc nécessaire pour revenir à la stabilité des prix. Si, en revanche, le relèvement des taux d'intérêt restaure la crédibilité anti-inflationniste de la banque centrale, l'effet sur les prix peut être beaucoup plus rapide. Lorsque la banque centrale jouit d'une bonne crédibilité, la stabilité des prix peut être assurée plus aisément et la politique monétaire peut contribuer plus efficacement à la stabilisation de la croissance.

2. Un exercice de simulation

2.1 Les limites de l'exercice

La grande complexité du processus de transmission des impulsions de politique monétaire, dont les effets dépendent notamment de l'état de l'économie et du degré de crédibilité de la banque centrale, rend très difficile toute quantification de l'incidence de la politique monétaire sur l'activité et les prix. Les résultats d'estimations effectuées au moyen de modèles vectoriels autorégressifs (VAR) ou de modèles structurels sont donc des ordres de grandeur entachés d'incertitude. Ils procèdent d'une inévitable simplification des multiples interactions économiques et sont

donc sensibles aux choix de la modélisation. En outre, ils sont nécessairement fondés sur les régularités observées dans le passé, en l'occurrence un passé qui peut être différent de la situation actuelle, puisque le passage à la monnaie unique a représenté un changement structurel majeur.

Les travaux menés en 2001 au sein de l'Eurosystème, dont les principaux résultats ont été synthétisés dans le Bulletin mensuel de la BCE d'octobre 2002⁽¹⁾, ont montré que de multiples modèles convergeaient pour fournir l'image suivante: un relèvement temporaire du taux d'intérêt contrôlé par la banque centrale provoque une contraction passagère de l'activité et une baisse plus lente mais plus persistante des prix. Les modèles diffèrent cependant quant à l'ampleur et surtout quant au profil chronologique de ces effets.

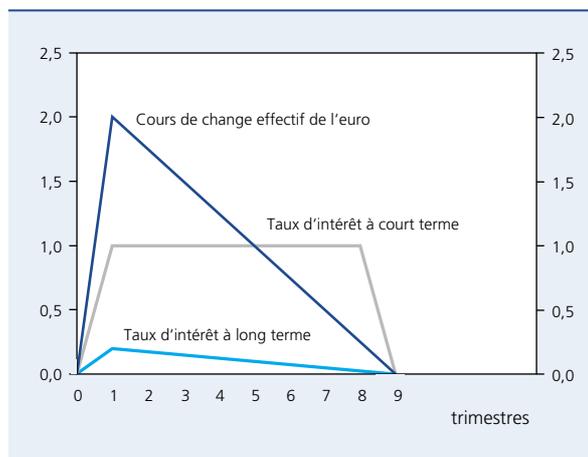
Les estimations présentées ci-après constituent une mise à jour de certaines simulations effectuées alors. Pour la zone euro, elles sont basées sur le modèle structurel multi-pays NiGEM développé par le National Institute for Economic and Social Research (NIESR) au Royaume-Uni. Les résultats de ce modèle constituent les variables d'environnement international utilisées dans la simulation relative à l'économie belge. Celle-ci est fondée sur le modèle structurel trimestriel de la Banque, qui a été mis à jour⁽²⁾.

2.2 Les hypothèses

Le choc monétaire considéré est un relèvement du taux directeur, de 100 points de base, pendant une période de deux ans, suivi du retour au niveau du scénario de base. Parmi les variables financières qui forment un chaînon de la transmission des impulsions de politique monétaire, il en est deux qui ont une importance cruciale: les taux d'intérêt à long terme et les cours de change. Dans l'exercice de simulation, la durée du choc (deux ans) est supposée connue. Sur la base de l'hypothèse de la parité non couverte des taux d'intérêt, le relèvement du taux d'intérêt à court terme de 1 point de pourcentage provoque une appréciation instantanée du cours de change effectif nominal de 2 p.c., suivie d'une dépréciation régulière pendant deux ans jusqu'à son niveau d'origine, de sorte que cette dépréciation compense l'écart de taux à court terme vis-à-vis du reste du monde. En outre, sur la base de l'hypothèse des attentes, cette même hausse du taux d'intérêt à court terme implique un relèvement instantané du taux d'intérêt à 10 ans de 0,2 p.c., suivi d'une baisse régulière pendant deux ans, de sorte que le rendement d'un placement à 10 ans reste équivalent à celui de placements successifs à court terme.

GRAPHIQUE 4 HYPOTHÈSES DE TAUX D'INTÉRÊT ET DE COURS DE CHANGE

(pourcentages de déviation par rapport au niveau de base)



L'incidence d'un relèvement des taux d'intérêt sans modification des cours de change sera aussi examinée, pour tenir compte du caractère particulièrement incertain de la réaction sur le marché des changes et pour mettre en évidence les spécificités du canal du cours de change.

2.3 Les effets sur l'activité et les prix dans la zone euro

Les simulations effectuées au moyen du modèle NiGEM pour la zone euro confirment la conclusion générale des travaux antérieurs, selon laquelle un resserrement de la politique monétaire provoque, toutes choses égales par ailleurs, une contraction temporaire de l'activité et une baisse plus lente mais plus durable des prix.

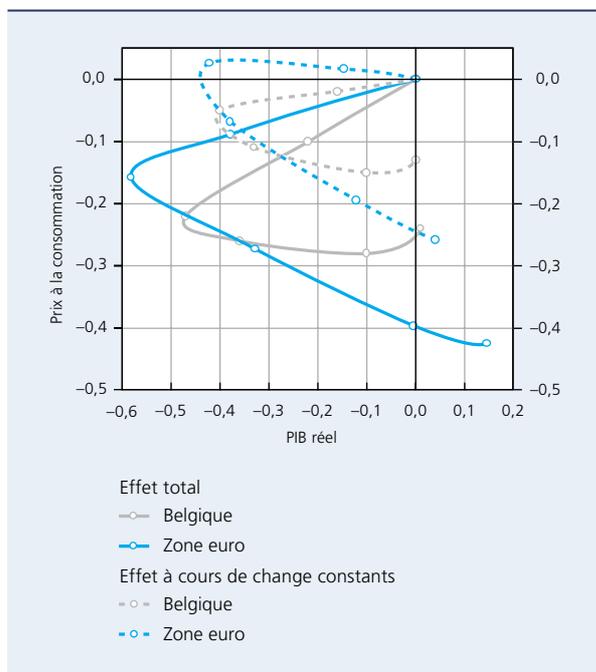
Si les cours de change sont maintenus constants, seule l'activité réagit au relèvement des taux d'intérêt au cours des deux premières années de la simulation. L'absence de baisse immédiate des prix, voire leur légère hausse, peut être due à leur rigidité, à l'incidence de l'augmentation du coût du capital sur l'offre et à la hausse des coûts unitaires du travail résultant d'une réaction lente de l'emploi et des salaires à la contraction de l'activité. Les prix baissent ensuite, en raison de la moindre utilisation des capacités productives de l'économie, et ce mouvement persiste bien après la fin du choc monétaire, tandis que l'activité revient au niveau de base.

(1) Pour un aperçu plus large, voir I. Angeloni, A. Kashyap et B. Mojon (2003).

(2) Le modèle publié en 2000 – cf. Ph. Jeanfils (2000) – a été réestimé sur une période plus longue et sur les nouvelles données des comptes nationaux (SEC 95) et les fonctions de consommation – cf. B. Eugène, Ph. Jeanfils et B. Robert (2003) – et d'investissement, entre autres, ont été reformulées.

GRAPHIQUE 5 EFFETS DU RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LE PIB RÉEL ET LES PRIX À LA CONSOMMATION

(pourcentages de déviation par rapport au niveau de base pendant les cinq premières années; chaque point représente une année)



Source : BNB.

Une réaction des cours de change au relèvement des taux d'intérêt amplifie la contraction temporaire de l'activité mais provoque surtout une baisse plus rapide et plus prononcée des prix. En effet, avant même d'influencer le niveau de la production, une modification du cours de change affecte directement le système des prix. La baisse du coût des importations se répercute en partie très rapidement dans les prix à la consommation – c'est le cas des importations de produits pétroliers ou de biens de consommation –, en partie plus lentement – c'est le cas des importations de biens d'équipements et de biens intermédiaires, dont la baisse de prix exerce un effet d'offre positif. En dépit de cette réaction plus ou moins rapide des prix, l'appréciation de l'euro pèse sur l'activité, dans la mesure où l'incidence de la perte de compétitivité l'emporte sur celle de l'amélioration du pouvoir d'achat intérieur.

2.4 Les effets sur l'activité et les prix en Belgique

Les effets d'un resserrement de la politique monétaire sur l'activité et les prix en Belgique n'apparaissent pas sensiblement différents de ceux qui ont été estimés pour la zone euro. Selon le modèle de la Banque, la contraction

temporaire de l'activité serait un peu plus faible et la baisse des prix serait plus rapide, que l'on tienne compte ou non du canal du cours de change.

Sous réserve des incertitudes évoquées ci-avant, notamment des différences de modélisation, il semble donc que plusieurs des spécificités de l'économie belge relevées dans la première partie de cet article, comme le haut niveau de la richesse nette des ménages ou le degré élevé d'ouverture vis-à-vis des pays hors zone euro, n'ont pas une incidence manifeste sur les conséquences macroéconomiques d'un resserrement de la politique monétaire. En revanche, l'indexation des salaires, qui constitue un handicap en d'autres circonstances, peut contribuer à une diffusion plus rapide des baisses de prix, notamment à la suite de l'appréciation de l'euro⁽¹⁾, et améliorer de la sorte le « taux de sacrifice », c'est-à-dire diminuer l'ampleur du recul de l'activité nécessaire pour réduire l'inflation. À l'inverse, l'indexation des salaires réduit l'effet expansionniste d'un assouplissement de la politique monétaire.

Le degré d'ouverture de l'économie belge vis-à-vis du reste de la zone euro, quant à lui, joue un rôle important, car une grande partie des effets de la politique monétaire provient des répercussions de celle-ci sur les économies des pays partenaires.

2.5 Les effets sur les principales composantes de la demande

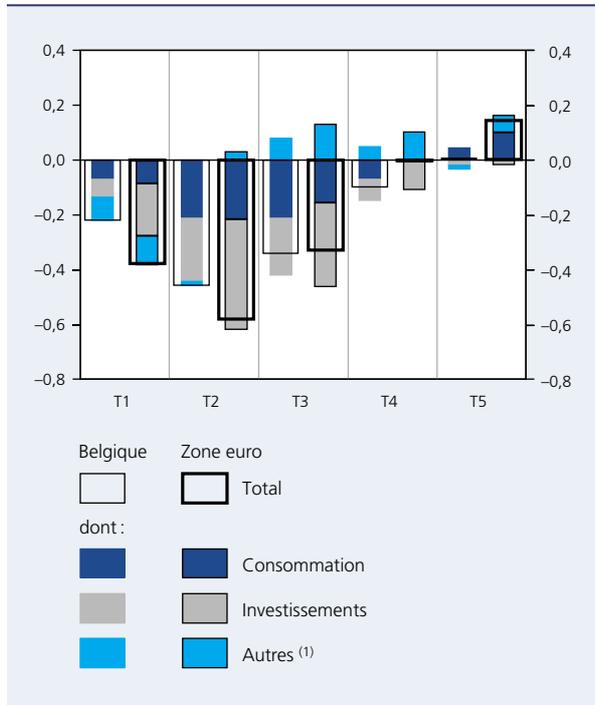
L'examen des conséquences du resserrement de la politique monétaire, y compris par le canal du cours de change, sur les principales composantes de la dépense à prix constants dans la zone euro, estimées au moyen du modèle NiGEM, montre la grande sensibilité des investissements. La contraction de ceux-ci, entraînée par un effet d'accélérateur mais retardée par des délais d'ajustement, contribue davantage au recul du PIB réel que celle de la consommation, dont le poids est pourtant supérieur. L'appréciation de l'euro provoque une diminution des exportations nettes la première année mais cet effet disparaît ensuite en raison de l'affaiblissement des importations.

Le recul moindre du PIB réel en Belgique les deux premières années, selon le modèle de la Banque, en comparaison de la zone euro, provient d'une moindre contraction des investissements, peut-être liée à une dépendance un peu moins marquée, à l'échelle macroéconomique, à l'égard du crédit bancaire, ainsi qu'à un effet d'accélérateur assez faible.

(1) L'indexation des salaires entraîne une moindre détérioration de la compétitivité et une moindre appropriation des gains de termes de l'échange par les salariés en cas d'appréciation de l'euro. Elle n'est cependant pas immédiate et l'indice santé n'est pas exhaustif.

GRAPHIQUE 6 EFFET DU RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LE PIB RÉEL ET SES PRINCIPALES COMPOSANTES

(contributions à la déviation du PIB réel par rapport au niveau de base pendant les cinq premières années, en points de pourcentage)



Source : BNB.

(1) Principalement exportations nettes de biens et services.

3. Conclusions

La première partie de cet article a mis en évidence la complexité de la transmission des impulsions de politique monétaire, qui est caractérisée par des délais longs et incertains et dépend notamment de l'état de l'économie et de la crédibilité de la banque centrale. Certaines spécificités de l'économie belge ont été évoquées, telles que son grand degré d'ouverture, surtout vis-à-vis des partenaires de la zone euro, l'ampleur du patrimoine financier des ménages, une dépendance à l'égard du crédit bancaire relativement faible à l'échelle macroéconomique ou encore l'indexation automatique des salaires.

Les simulations macroéconomiques présentées dans la seconde partie de l'article ont montré qu'en Belgique, comme dans la zone euro, un resserrement de la politique monétaire tend à provoquer une contraction temporaire de l'activité, à laquelle le recul de l'investissement contribue largement, et une baisse plus lente mais plus persistante des prix. L'appréciation de l'euro qui résulte normalement d'un tel choc de politique monétaire amplifie ses effets sur l'activité mais accélère surtout son incidence sur les prix. La réaction de l'économie belge ne paraît pas s'écarter manifestement de celle du reste de la zone euro. Elle semble légèrement plus modérée en volume, en raison d'une moindre sensibilité des investissements, et plus rapide en prix.

Références

I. Angeloni, A. Kashyap et B. Mojon, éd. (2003), « Monetary Policy Transmission in the Euro Area », Cambridge University Press.

Banque centrale européenne (2002), « Les conclusions récentes sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, octobre, pp. 43-53.

Banque centrale européenne (2002), « Report on financial structures ».

V. Bagnat, D. Cornille et M. Druant (2003), « Le marché belge du logement dans une perspective européenne », *Revue économique de la BNB*, 2^e trimestre, pp. 37-52.

P. Butzen, C. Fuss et Ph. Vermeulen (2001), « The interest rate and credit channels in Belgium: an investigation with micro-level firm data », *NBB Working Paper*, n° 18.

B. Eugène, Ph. Jeanfils et B. Robert (2003), « La consommation privée en Belgique », *NBB Working Paper*, n° 39.

S. Ide et Ph. Möes (2003), « Scope of asymmetries in the euro area », *NBB Working Paper*, n° 37.

Ph. Jeanfils (2000), « A model with explicit expectations for Belgium », *NBB Working Paper*, n° 4.

Structure des recettes publiques

Kris Van Cauter
 Thomas Stragier
 Isabelle Brumagne
 Luc Van Meensel
 Johan Claeys⁽¹⁾

1. Niveau et structure optimaux des recettes publiques : quelques considérations

1.1 Niveau

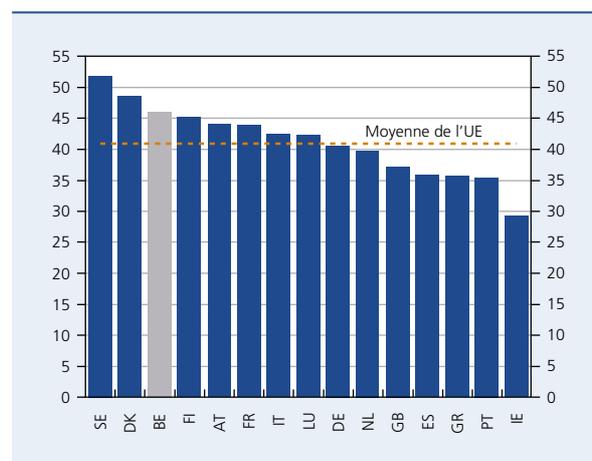
Du point de vue de la croissance économique, les recettes et les dépenses publiques ont des effets opposés.

Les impôts et les cotisations sociales exercent principalement une incidence négative sur les résultats économiques globaux, dans la mesure où ils perturbent les mécanismes de marché et les décisions en matière de travail, d'investissement, de consommation et d'épargne et où ils freinent l'esprit d'initiative.

D'un autre côté, certaines dépenses publiques (en matière d'infrastructures, d'éducation, de recherche et développement, ...) accroissent la productivité de l'économie et sont donc essentielles à la réalisation d'une croissance économique satisfaisante. Toutefois, le consensus est moindre pour ce qui est de l'effet favorable des autres dépenses (en l'occurrence principalement les transferts sociaux) sur la croissance : selon certains, cet effet existe, alors que d'autres sont d'avis qu'il est inexistant et que de telles dépenses sont plutôt motivées par des objectifs sociaux et politiques (répartition équitable des revenus, paix sociale, bien-être, ...). Enfin, les charges d'intérêts peuvent manifestement être considérées comme des dépenses non productives, puisqu'elles ne contribuent nullement aux déterminants de la croissance économique (tels que la mise en œuvre du travail et du capital, l'efficacité, le progrès technologique et le niveau de qualification).

Sur la base de ces considérations, il est communément admis que lorsque les dépenses publiques demeurent en deçà d'un certain niveau et qu'elles prennent essentiellement la forme de dépenses clairement productives, les effets positifs de ces dépenses compensent l'incidence défavorable de la fiscalité. À partir d'un certain niveau, les avantages strictement économiques d'une nouvelle intervention des pouvoirs publics sont moindres, plus incertains ou plus contestables, et il y a donc moins d'unanimité pour affirmer qu'ils contrebalancent les inconvénients résultant d'impôts plus élevés. De même, aucun

GRAPHIQUE 1 PRÉLÈVEMENTS FISCAUX ET PARAFISCAUX
 (pourcentages du PIB, 2003)



Source : CE.

(1) Les auteurs remercient G. Langenus pour sa contribution.

enseignement clair ne se dégage des études empiriques sur le lien éventuel entre le niveau du budget public et l'ampleur de la croissance économique.

Quoi qu'il en soit, au sein de l'Union européenne⁽¹⁾, on constate d'importantes différences en ce qui concerne le niveau de la pression fiscale et parafiscale, qui varie entre plus de 50 p.c. du PIB en Suède et environ 35 p.c. du PIB au Royaume-Uni, en Espagne, en Grèce et au Portugal, voire moins de 30 p.c. du PIB en Irlande. Avec 46,6 p.c., la Belgique fait partie du groupe de pays où les prélèvements fiscaux et parafiscaux sont nettement supérieurs à la moyenne de l'UE (40,9 p.c.).

1.2 Structure

Abstraction faite des considérations relatives à la dimension optimale du secteur public, on peut se demander de quelle manière un niveau donné de dépenses publiques considéré comme souhaitable peut être financé au mieux, comment les prélèvements nécessaires doivent être répartis entre le travail, la consommation, le capital ou d'autres bases imposables, ou, en d'autres termes, quelle est la structure des recettes publiques qui a le moins d'impact négatif sur la croissance. De même qu'il n'y a pas d'unanimité à propos de la dimension optimale du secteur public, la question de la composition optimale des recettes publiques est débattue. Sans vouloir être exhaustif, on peut toutefois se reporter aux lignes directrices suivantes.

D'abord, il semble indiqué de répartir la pression fiscale de manière aussi équilibrée que possible entre plusieurs bases d'imposition. La perte d'efficacité d'allocation des ressources due à la perturbation des mécanismes de marché est en effet plus que proportionnelle au taux d'imposition.

Ensuite, une fiscalité favorable à la croissance doit freiner le moins possible la mise en œuvre des facteurs de production disponibles. En ce qui concerne l'offre de travail, il doit par exemple y avoir suffisamment d'incitants financiers à travailler (taux d'emploi), à travailler plus (par exemple à temps plein plutôt qu'à temps partiel), à travailler de manière plus intensive et plus productive (par exemple par la formation continue). Ces incitants financiers seront d'autant plus importants que le travailleur conservera, en termes nets, une plus grande part du fruit de son travail supplémentaire (ou de sa productivité accrue), c'est-à-dire dans la mesure où les taux marginaux seront plus faibles. À cet égard, il faut également tenir compte du montant et de la durée des allocations de remplacement, qui peuvent créer des pièges à l'emploi.

Par ailleurs, la liberté d'action des pouvoirs publics en matière de prélèvements est souvent limitée par la grande mobilité de certaines assiettes fiscales. Il s'agit surtout de l'activité des entreprises, des revenus mobiliers et, de plus en plus, du travail qualifié. Isolément, les pouvoirs publics d'un pays ne peuvent souvent taxer ces assiettes au niveau souhaitable (par exemple en fonction de la nécessité déjà mentionnée de procéder à une répartition équilibrée de la pression fiscale) en raison du risque de délocalisation de ces bases d'impositions vers des économies où elles seraient moins taxées. Dans ce contexte, une certaine coordination ou harmonisation internationale des régimes fiscaux semble nécessaire.

Enfin, il est clair que des glissements dans la composition des recettes publiques présentent généralement des avantages et des inconvénients qu'il y a lieu d'évaluer, et le résultat final peut fortement dépendre des réactions des agents économiques.

Ainsi, un glissement des impôts sur le travail vers des impôts sur la consommation, par exemple, devrait être favorable à l'emploi. Les premiers peuvent en effet peser sur la demande et sur l'offre de travail, alors qu'un impôt sur la consommation n'exerce en principe aucune incidence sur l'intensité en emplois de la production et n'est pas seulement supporté par les actifs mais par l'ensemble de la population. Les prélèvements sur le travail ne concernent en outre que la production nationale, alors que les impôts sur la consommation touchent autant les produits nationaux que les produits importés.

Ces avantages d'un glissement de la fiscalité du travail vers la consommation ne s'appliquent pleinement que dans un monde théorique, où, abstraction faite de la modification dans la composition des recettes publiques, rien ne change. Dans la réalité, ce n'est jamais le cas et, très souvent, les modifications de la fiscalité provoquent des réactions et des effets indirects qui vont à l'encontre de l'effet positif attendu, voire qui l'annulent complètement.

L'effet d'un réaménagement de la fiscalité a été démontré de manière empirique dans un récent *Working Paper*⁽²⁾ de la Banque.

Dans cette étude, une réduction (linéaire) de 5 p.c.⁽³⁾ du taux implicite des cotisations patronales, compensée par une hausse du taux de la TVA, est simulée. L'ampleur de

(1) Limitée, pour des raisons statistiques, aux États membres avant mai 2004.

(2) K. Burggraeve et Ph. Du Caju (mars 2003), « The labour market and fiscal impact of labour tax reductions », *Working Paper*, National Bank of Belgium – Research, n° 36.

(3) Appliqué au taux actuel, ceci correspond à une diminution du taux d'environ 1,3 point de pourcentage.

cette mesure est telle que son influence peut être simulée au moyen d'un modèle économétrique fondé sur des observations de périodes pour lesquelles de telles modifications ont eu lieu. Pareille simulation entraîne, pour la Belgique, une augmentation de l'emploi (après quatre ans) de 8.500 unités. En effet, la baisse des cotisations sociales réduit les coûts du travail vis-à-vis du capital et par rapport à l'étranger. Dans une économie ouverte, cet effet positif est supérieur à l'influence négative de la contraction de la demande intérieure découlant de la perte de pouvoir d'achat des particuliers (à la suite de la hausse des prix à la consommation affectés par l'augmentation du taux de TVA)⁽¹⁾.

Cette influence favorable d'un réaménagement de la fiscalité se réduit toutefois, voire disparaît, si des réactions et des effets indirects se produisent.

- a. Si la hausse des prix à la consommation donne lieu à une progression correspondante des salaires bruts – ce qui est automatiquement le cas s'il y a indexation –, une partie de l'avantage initial sera perdue et l'accroissement de l'emploi, dans le cadre de l'exercice de simulation, n'atteindra (après quatre ans) que 3.300 unités.
- b. Si, en outre, la réduction des coûts salariaux (conséquence de la diminution des cotisations patronales) sert, lors des négociations salariales, à financer des hausses réelles des salaires, de sorte que les coûts salariaux soient finalement plus élevés qu'avant la réforme, ce seraient même 6.100 postes qui seraient perdus.

Il est donc clair qu'un glissement de la pression fiscale (et parafiscale) du travail vers la consommation n'est positif que pour autant que ces effets dérivés soient limités. Les conditions de succès sont maximales lorsque les hausses des prix à la consommation, résultant des augmentations des impôts sur la consommation, ne donnent pas directement lieu à une indexation des salaires⁽²⁾ et que la baisse des cotisations patronales n'entraîne pas de hausses réelles des salaires.

Le réaménagement de la fiscalité ne constitue donc pas une panacée. Il ne peut y avoir d'incidence substantielle sur l'emploi et la croissance que moyennant une concertation adéquate entre les pouvoirs publics et les partenaires sociaux.

Lors d'un important glissement des prélèvements sur le travail vers des prélèvements sur la consommation, il y a en outre lieu de tenir compte du fait que les impôts sur la consommation exercent généralement un effet beaucoup plus direct sur l'inflation que les impôts sur le travail et qu'ils accroissent l'inégalité entre les revenus. En effet, les plus hauts revenus en pâtissent relativement moins, étant donné que le taux de consommation moyen diminue à

mesure que le revenu augmente. Cette dernière objection n'est toutefois pas insurmontable puisque l'incidence non désirée d'une hausse de la fiscalité indirecte sur la répartition des revenus peut éventuellement être réduite ou annulée par des mesures compensatoires au niveau de l'impôt des personnes physiques et/ou de la sécurité sociale. De plus, la régressivité des impôts sur la consommation peut être atténuée, d'une part, par des taux plus élevés sur les produits de luxe (par exemple la taxe de mise en circulation, qui augmente fortement en fonction de la puissance du véhicule) et, d'autre part, au travers de taux réduits pour les produits de première nécessité (par exemple l'alimentation).

2. Comparaison internationale de la structure des prélèvements

La comparaison qui suit repose principalement sur les travaux récents de la Commission européenne⁽³⁾, dans lesquels les différents types de prélèvements sont exprimés en pourcentages de leur base imposable telle qu'elle peut être approchée par les comptes nationaux.

En moyenne dans l'UE, la pression implicite sur le travail dépasse largement celle exercée sur la consommation, à 37 p.c. contre 20,4 p.c.; cette situation prévaut dans chacun des pays à l'exception de l'Irlande. Par rapport à la moyenne européenne, l'accent que chaque pays met sur l'une ou l'autre taxation est toutefois variable: un premier groupe, composé des pays scandinaves, se caractérise par un niveau élevé de taxation sur les deux bases, au contraire de l'Espagne qui taxe relativement moins dans les deux cas. Dans d'autres pays, le biais en faveur d'une des deux taxations se marque davantage: en Italie, le travail est taxé plus qu'en moyenne, tandis que le prélèvement sur la consommation est relativement bas; par contre, en Irlande et aux Pays-Bas, la taxation est relativement plus centrée sur la consommation. Enfin, la Belgique et la France ont une position intermédiaire: la taxation du travail y est nettement plus lourde que la moyenne, tandis que la pression sur les dépenses de consommation est proche de la moyenne européenne.

En Belgique, toutefois, les prélèvements sur les revenus du travail ont diminué depuis 2001, à la suite de la baisse de l'impôt des personnes physiques et des cotisations sociales, et on a décidé récemment d'augmenter certaines taxes

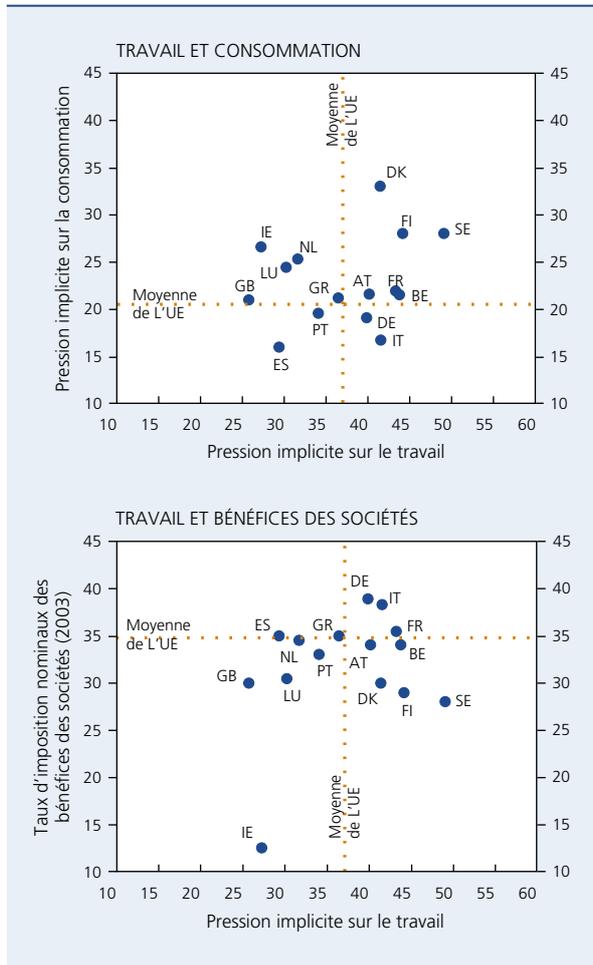
(1) Cette simulation repose sur l'hypothèse que la réduction des charges est linéaire, c'est-à-dire la même pour tous les niveaux de salaires. Si la réduction des charges est octroyée à certaines catégories, comme les peu qualifiés, l'effet positif de celle-ci sur l'emploi pourra être sensiblement plus important. (P. Stockman (décembre 2001), « General and selective wage cost reduction policies in a model with heterogeneous labour », Bureau fédéral du plan, Working Paper).

(2) Pour la Belgique, c'est le cas des produits qui sont exclus de l'indice-santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

(3) CE(2003), « Structures of the taxation systems in the European Union ».

GRAPHIQUE 2 TAUX IMPLICITES DE PRÉLEVEMENT SUR DIFFÉRENTES BASES IMPOSABLES

(pourcentages de la base imposable, 2001, sauf mention contraire)



Sources : CE, OCDE.

indirectes. Dès lors, la pression fiscale s'est légèrement déplacée vers la consommation et la concentration de cette pression sur le travail a été quelque peu corrigée.

À l'exception de l'Irlande, où il se situait à 12,5 p.c. seulement en 2003, le taux nominal de l'impôt des sociétés est, dans la plupart des pays, assez concentré autour du niveau moyen de quelque 35 p.c., soit 2 points sous le taux implicite sur le travail. Une certaine corrélation est observée entre le niveau de ces deux taux, sauf notamment dans les pays scandinaves, qui, alors qu'ils taxent le travail sensiblement plus lourdement que la moyenne européenne, affichent pour l'impôt des sociétés des taux nominaux nettement plus faibles qu'ailleurs.

3. Prélèvements sur les revenus du travail

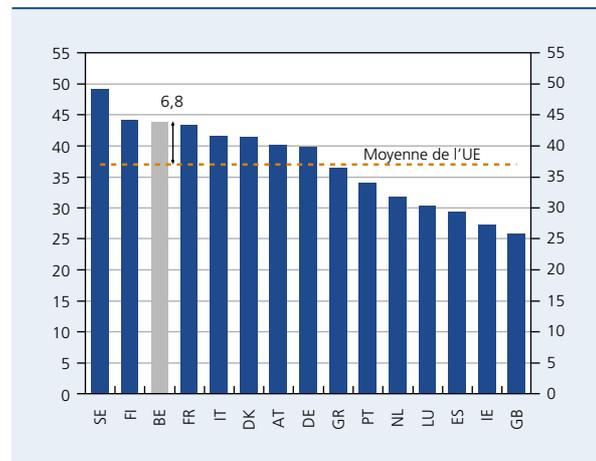
3.1 Taux implicite macroéconomique

En 2001, dernière année pour laquelle les données sont disponibles, le taux implicite de prélèvement sur les salaires⁽¹⁾ – calculé par la Commission européenne sur la base des comptes nationaux – était, en Belgique, supérieur de 6,8 points de pourcentage à la moyenne de l'UE, pratiquement au même niveau qu'en France et en Finlande, plus faible qu'en Suède, d'environ 5 points de pourcentage, mais supérieur, souvent très nettement, à celui observé dans les autres pays⁽²⁾.

Comme cela a déjà été mentionné ci-dessus, les prélèvements sur les revenus du travail ont diminué depuis 2001 en Belgique, à la suite de la baisse de l'impôt des personnes physiques et des cotisations sociales.

GRAPHIQUE 3 TAUX IMPLICITES DE PRÉLEVEMENT SUR LES SALAIRES

(pourcentages, 2001)



Source : CE.

(1) Le taux implicite de prélèvement sur les salaires est défini comme l'ensemble des prélèvements sur les revenus du travail salarié versés aux administrations publiques (impôts et cotisations sociales effectives payées par les employeurs et les travailleurs) divisé par la masse salariale.
 (2) Le niveau relativement bas de ce taux aux Pays-Bas s'explique par le fait qu'une partie des cotisations sociales est payée à des entités qui ne font pas partie du secteur des administrations publiques.

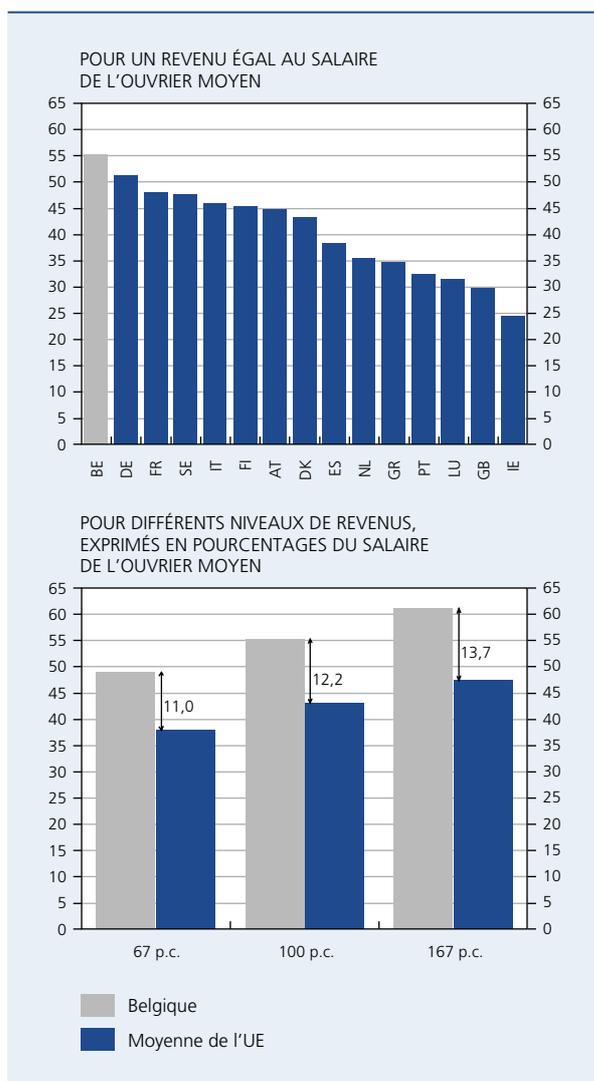
3.2 Approche microéconomique : taux moyens et taux marginaux

Afin d'avoir une vue plus générale des prélèvements sur les revenus du travail, il est intéressant de compléter l'analyse sur la base des données macroéconomiques par un examen se basant sur les données microéconomiques, rassemblées par l'OCDE⁽¹⁾. Cette deuxième source calcule en effet des taux moyens et marginaux pour différents niveaux de revenus.

De façon comparable à ce qui est observé au niveau agrégé, la Belgique présente, pour un salarié célibataire sans enfants, pratiquement toujours le taux moyen le plus élevé, même pour les revenus les plus faibles. Le taux

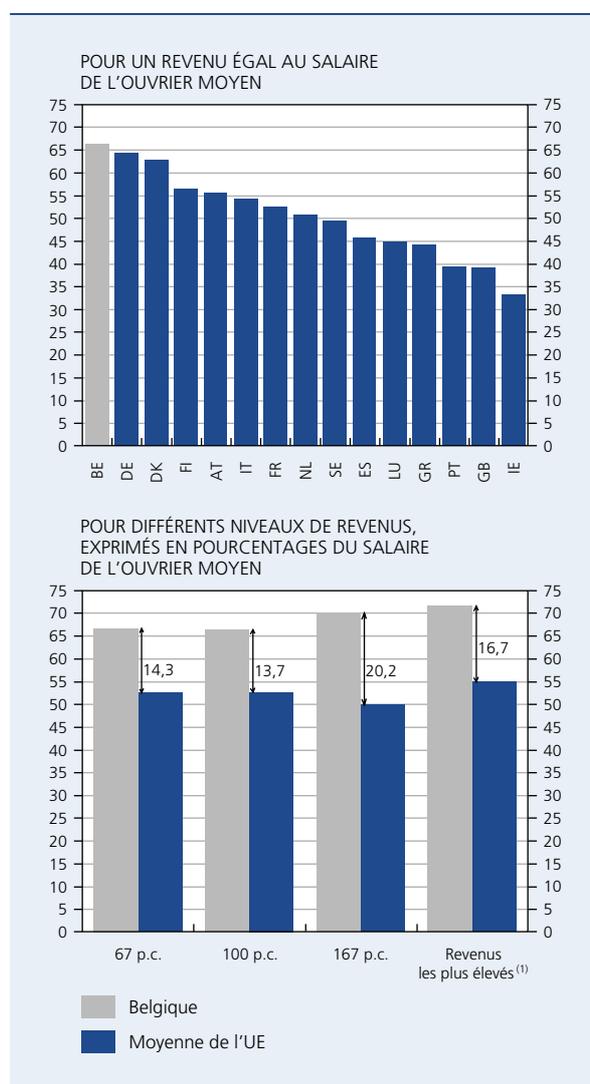
approche en effet déjà 50 p.c. pour un revenu égal aux deux tiers du salaire de l'ouvrier moyen, et l'écart par rapport à la moyenne européenne est de 11 points. Tous les pays présentent des systèmes progressifs, puisque le taux moyen croît partout avec le revenu. En Belgique, la progressivité est relativement plus forte, l'écart avec la moyenne européenne étant croissant : il dépasse 12 points au niveau du salaire moyen, et s'élève à près de 14 points lorsque le salaire brut atteint 167 p.c. de celui de l'ouvrier moyen.

GRAPHIQUE 4 TAUX MOYENS DE PRÉLÈVEMENT FISCAL ET PARAFISCAL SUR LE TRAVAIL POUR UN SALARIÉ CÉLIBATAIRE SANS ENFANTS
(pourcentages du salaire-coût, 2002)



Source : OCDE.

GRAPHIQUE 5 TAUX MARGINAUX DE PRÉLÈVEMENT FISCAL ET PARAFISCAL SUR LE TRAVAIL POUR UN SALARIÉ CÉLIBATAIRE SANS ENFANTS
(pourcentages du salaire-coût, 2002)



Source : OCDE.

(1) Il s'agit des taux applicables aux montants de la tranche de revenus la plus élevée, dont le seuil varie d'un pays à l'autre.

(1) OCDE (2003), « Les impôts sur les salaires 2001-2002 ».

Les pays présentant un taux moyen important ont également souvent des taux marginaux élevés. C'est particulièrement vrai en Belgique où ils sont, quel que soit le niveau de revenu, toujours les plus élevés des pays de l'UE, dépassant déjà 65 p.c. pour les revenus faibles et moyens, et atteignant 70 p.c. pour les hauts revenus. L'écart avec la moyenne européenne se chiffre entre quelque 14 et 20 points de pourcentage.

Le niveau de ces taux marginaux de prélèvement fiscal et parafiscal dépend des taux marginaux de l'impôt des personnes physiques (majorés, le cas échéant, des prélèvements additionnels, notamment les impôts régionaux et locaux) et des taux de cotisations sociales. Pour ces derniers taux, il y a, dans de nombreux pays, un plafond de revenu au-dessus duquel le prélèvement (ou une partie du prélèvement) devient nul. Ceci n'est pas le cas en Belgique, ce qui défavorise sa position relative pour les revenus élevés.

3.3 Structure des prélèvements sur les revenus du travail

Comme cela a déjà été mentionné au point 3.1, les données macroéconomiques montrent qu'en Belgique le taux de prélèvement implicite sur les revenus du travail salarié est élevé, ce qui a sans conteste un effet négatif pour la croissance économique puisqu'il pèse sur l'offre et la demande de travail et décourage ainsi de nouvelles initiatives.

À côté du niveau de la pression implicite, la composition ou la structure de cette dernière revêt probablement aussi une grande importance à cet égard. Le niveau du taux de prélèvement implicite peut être considéré comme le résultat, d'une part, du niveau des taux marginaux applicables aux différentes tranches de revenus et, d'autre part, de l'ensemble des autres déterminants, tels les dépenses fiscales – pour l'acquisition et la rénovation d'un bien immobilier, l'épargne à long terme ou la situation familiale, par exemple –, le niveau du montant exonéré d'impôts ou la déduction des frais professionnels.

Du point de vue de la croissance économique, la hauteur des taux marginaux joue sans aucun doute un rôle important: ces taux déterminent, en effet, l'avantage net, pour les contribuables, d'un apport supplémentaire de travail. Comme cela a été montré au point 3.2, deux tiers environ d'une augmentation du coût salarial étaient, en Belgique, absorbés par les prélèvements fiscaux et parafiscaux, quel que soit le niveau de revenu individuel.

Ainsi qu'on l'a vu plus haut, l'écart entre la Belgique et la moyenne de l'UE est plus sensible pour les taux marginaux que pour les taux implicites. Ceci donne à penser que l'influence des dépenses fiscales et d'autres variables est plus favorable aux contribuables en Belgique qu'ailleurs. Une telle structure de la pression fiscale et parafiscale – taux marginaux élevés en partie atténués par d'autres variables fiscales – n'est sans doute pas optimale du point de vue de la croissance économique et de l'emploi.

Il n'y a pas de statistiques harmonisées qui permettent de comparer directement l'ampleur et le contenu des dépenses fiscales d'un pays à l'autre.

En ce qui concerne la Belgique, il n'y a pas de données spécifiques sur les dépenses fiscales se rapportant aux revenus du travail. Toutefois, le Conseil supérieur des finances (CSF) a établi des données chiffrant l'impact des dépenses fiscales de l'ensemble des revenus des particuliers. Il en ressort que ces dépenses fiscales ont entraîné, en 1999, une baisse des recettes de près de 1,6 milliard d'euros, soit 5,9 p.c. du rendement de l'impôt des personnes physiques.

Les dépenses fiscales les plus importantes ont trait aux revenus immobiliers; elles couvrent les déductions pour assurances-vie liées au logement et pour remboursement du capital des crédits hypothécaires, ainsi que la déduction complémentaire d'intérêts hypothécaires. Ces dépenses ont un coût budgétaire de plus de 900 millions

TABLEAU 1 DÉPENSES FISCALES (IMPÔT DES PERSONNES PHYSIQUES) EN BELGIQUE
(pertes de recettes estimées, millions d'euros, 1999)

Mesures relatives aux revenus immobiliers	912
Assurances-vie liées au logement et capital de crédits hypothécaires	806
Déductions complémentaires d'intérêts hypothécaires	106
Mesures relatives à l'épargne à long terme	556
Assurances-vie	230
Épargne-pension	227
Assurances-groupe	91
Autres (ALE, frais de garde d'enfants...)	118
Total	1.586
<i>p.m. Total en p.c. des recettes de l'impôt des personnes physiques</i>	<i>5,9</i>

Source : CSF.

d'euros et leur influence est déterminante : selon le CSF, il ressort d'un calcul microéconomique que le taux effectif d'imposition d'un investissement en logement propre s'élevait à moins de 7 p.c., alors que celui d'un placement à long terme sans risque s'inscrivait à près de 20 p.c.⁽¹⁾. L'ensemble de ces incitants vise à encourager la propriété, par les personnes physiques, de leur habitation et, dès lors, à soutenir le secteur de la construction et de la rénovation, ce qui favorise la croissance et l'emploi.

Les secondes en importance sont les dépenses fiscales relatives à l'épargne financière à long terme, à savoir, les déductions consenties dans le cadre des deuxième et, surtout, troisième piliers du système de pensions. En 1999, elles ont occasionné une perte de recettes estimée à 556 millions d'euros⁽²⁾. Elles répondent à plusieurs objectifs, parmi lesquels la stimulation de l'épargne à long terme ou la compensation des taux marginaux élevés. On peut toutefois se demander si ces incitants fiscaux ont un effet significatif sur le niveau de l'épargne agrégée ou s'ils n'ont pas plutôt pour résultat principal de favoriser des réallocations de portefeuille. On peut aussi noter que ces dépenses fiscales sont surtout concentrées dans les tranches de revenu les plus hautes où les ménages ont en moyenne un taux d'épargne déjà élevé⁽³⁾.

Les autres dépenses fiscales couvrent plusieurs mesures de moindre ampleur, dont certaines ont toutefois un intérêt direct dans une politique de soutien à la croissance via l'emploi, puisqu'elles favorisent soit la demande de travail, en réduisant le coût de ce dernier (chèques ALE), soit l'offre de travail, en encourageant la participation des femmes (frais de garde d'enfants).

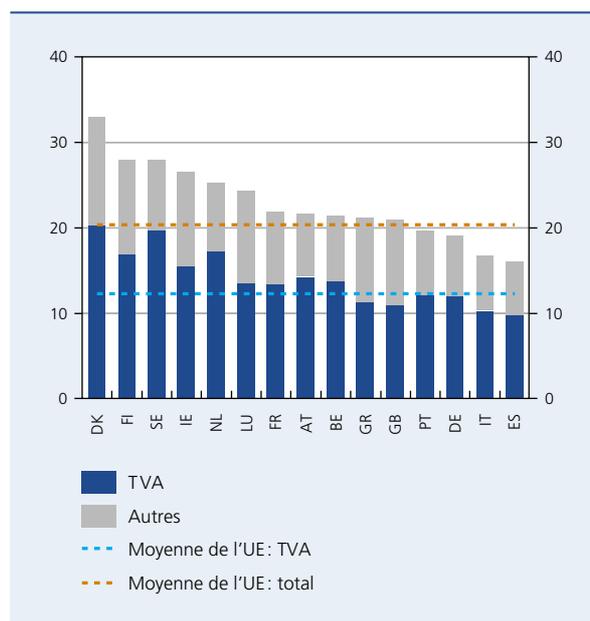
4. Impôt sur la consommation

Les données internationales relatives à la pression fiscale sur la consommation sont le plus souvent fondées sur le rapport entre le produit des impôts sur la consommation et la base d'imposition, généralement limitée aux dépenses de consommation intérieures des ménages. Le taux implicite ainsi obtenu surestime la pression fiscale réelle car les impôts sur la consommation sont normalement également prélevés sur d'autres bases imposables telles que la consommation intermédiaire et les investissements en actifs fixes des pouvoirs publics et les investissements en logements.

Il ressort de données publiées par la CE qu'il existe d'importantes différences en matière d'impôt sur la consommation entre les États membres. La consommation est la plus lourdement taxée dans les pays scandinaves et en Irlande, tandis que la pression fiscale est la plus faible en Italie et en Espagne. La Belgique se situe à un niveau

GRAPHIQUE 6 PRESSION FISCALE IMPLICITE SUR LA CONSOMMATION PRIVÉE⁽¹⁾

(pourcentages, 2001)



Source : CE.

(1) Impôts sur la consommation en pourcentages des dépenses de consommation des ménages.

très proche de la moyenne de l'UE. Dans tous les États membres, c'est la taxe sur la valeur ajoutée, la TVA, qui constitue le principal impôt sur la consommation. Elle est dès lors traitée séparément ci-dessous, avant les autres impôts sur la consommation.

4.1 TVA

Les taux de TVA appliqués dans les États membres de l'UE sont soumis à une réglementation européenne. L'objectif de celle-ci est de lutter contre une concurrence fiscale nuisible tout en maintenant, pour des raisons économiques ou sociales, la taxation de certains produits à un faible niveau, c'est-à-dire pour compenser quelque peu le caractère régressif de l'impôt sur la consommation ou pour encourager la consommation de ces produits. En ce qui concerne le taux de TVA normal, l'UE a fixé un seuil minimal de 15 p.c. Par ailleurs, un ou deux taux réduits de 5 p.c. minimum peuvent être pratiqués pour certains biens et services, une possibilité à laquelle, à l'exception

(1) CSF (2002), « Avis sur les déductions à l'impôt des personnes physiques ».

(2) Ce chiffre surestime le coût budgétaire dans la mesure où il ne tient pas compte des impôts dus à la fin du contrat d'épargne à long terme.

(3) C. Valencuc (juillet-août 1999), « Les effets de répartition de la non-imposition des revenus de l'épargne », Bulletin de Documentation, Ministère des Finances.

TABLEAU 2 PRINCIPAUX TAUX DE TVA APPLIQUÉS
DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE
(pourcentages, fin 2003)

	Taux normal	Taux d'application à l'alimentation
Danemark	25,0	25,0
Suède	25,0	12,0
Finlande	22,0	17,0
Belgique	21,0	6,0
Irlande	21,0	0,0
Italie	20,0	4,0
Autriche	20,0	10,0
France	19,6	5,5
Pays-Bas	19,0	6,0
Portugal	19,0	5,0
Grèce	18,0	8,0
Royaume-Uni	17,5	0,0
Allemagne	16,0	7,0
Espagne	16,0	4,0
Luxembourg	15,0	3,0
UE	18,5	5,4
Différence BE – UE	+2,5	+0,6

Source : CE.

du Danemark, recourent tous les États membres. De plus, des taux réduits sont admis dans certaines régions spécifiques de quelques États membres, et des taux super-réduits ou nuls (par exemple sur les journaux et périodiques et, en Irlande et au Royaume-Uni, également sur certains produits de base comme l'alimentation et les médicaments) qui étaient en vigueur avant le 1^{er} janvier 1991 restent d'application. Enfin, des taux réduits sont également admis, à titre provisoire, pour un certain nombre de services intensifs en main-d'œuvre qui ne sont pas soumis à la concurrence transfrontalière.

En Belgique, le taux implicite de TVA est supérieur de 1,4 point de pourcentage à la moyenne de l'UE. Cela s'explique par le taux normal de TVA de 21 p.c., qui était supérieur de 2,5 points de pourcentage à la moyenne européenne à la fin de 2003. Par contre, l'écart pour le taux applicable à l'alimentation, qui constitue un poste important de la consommation, ne s'élevait qu'à 0,6 point de pourcentage. Il est possible que, outre le niveau des taux nominaux, d'autres facteurs expliquent le niveau de la pression implicite – estimée sur la base des comptes nationaux. Ainsi, la structure de la consommation privée ou l'importance des bases taxables autres que la

consommation privée peuvent varier d'un État membre à l'autre. Enfin, la fraude peut être plus ou moins importante dans certains États membres. Ces facteurs sont toutefois difficiles à quantifier.

4.2 Autres taxes sur la consommation

À l'inverse du taux implicite de TVA, le taux implicite des autres taxes sur la consommation est légèrement inférieur en Belgique à la moyenne de l'UE, à hauteur de 0,3 point de pourcentage. Les principales taxes de cette catégorie sont les accises et les taxes spécifiques sur l'achat de véhicules automobiles.

Les accises sont essentiellement prélevées sur les huiles minérales, les produits du tabac et les boissons alcoolisées. Comme en matière de TVA, la CE a fixé des taux minimaux pour ces taxes, soit par unité produite (accises spécifiques), soit en pourcentages du prix de vente (accises *ad valorem*).

En comparaison d'autres États membres de l'UE, les accises et les taxes assimilées sont plutôt faibles en Belgique. Les accises sur l'essence, le diesel, les cigarettes et les boissons alcoolisées sont nettement inférieures à la moyenne. L'écart est très important en ce qui concerne le mazout de chauffage, les taxes autres que la TVA (à savoir la rétribution de contrôle de 5 euros et la cotisation sur l'énergie de 13,4854 euros par 1.000 litres) étant négligeables en Belgique par rapport à la moyenne de l'UE et dépassant à peine les taux minimaux de l'UE.

Le classement des États membres, établi en fonction des accises, diffère fortement suivant la catégorie de produit. Cependant, il ressort que le Royaume-Uni prélève des accises très élevées sur les carburants pour automobiles, le tabac et l'alcool, seul le mazout de chauffage étant taxé relativement modérément. Au Luxembourg, les droits d'accises sur toutes les catégories de produits considérées sont, en revanche, parmi les plus faibles de l'UE. En plus du Royaume-Uni, les carburants pour automobiles sont également soumis à d'importantes accises en Allemagne, alors que celles-ci sont les plus faibles en Grèce. Le mazout de chauffage est, quant à lui, taxé particulièrement fort en Italie : les taxes sur la consommation (autres que la TVA) sur cette source d'énergie y sont quatre fois supérieures à la moyenne et plus de 20 fois supérieures à celles de la Belgique. En ce qui concerne les cigarettes, les accises sont clairement les plus élevées dans les pays anglophones, alors qu'elles sont les plus faibles dans les pays méridionaux et au Luxembourg. Enfin, la bière et le vin sont surtout soumis à de lourdes accises dans les pays anglophones et en Scandinavie.

TABLEAU 3 TAUX D'ACCISES ET TAXES SUR DIFFÉRENTS PRODUITS

(fin 2003, sauf pour les huiles minérales mars 2004)

	Taxes (hors TVA) sur les huiles minérales ⁽¹⁾			Accises sur les cigarettes ⁽³⁾	Accises sur l'alcool		Taxes (hors TVA) sur l'achat d'une voiture particulière ⁽⁶⁾
	Eurosuper 95 ⁽²⁾	Diesel ⁽²⁾	Mazout de chauffage ⁽²⁾		Bière ⁽⁴⁾	Vin non mousseux ⁽⁵⁾	
Royaume-Uni	703,6	703,6	63,0	233,4	7,8	252,8	0,0
Pays-Bas	664,5	380,8	202,9	86,6	1,7 ⁽⁷⁾	59,0	33,0
Allemagne	654,6	470,5	61,3	102,5	0,8	0,0	0,0
Finlande	597,3	346,8	71,5	115,2	11,4	235,5	56,0
France	589,2	416,9	56,6	141,2	1,0	3,4	0,0
Italie	558,6	403,2	403,2	59,9	1,4	0,0	2,0
Danemark	546,5	369,3	282,0	108,7	3,3 ⁽⁷⁾	94,9	173,0
Belgique	536,2	321,8	18,5	95,8	1,7	47,1	2,0
Portugal	522,6	308,3	89,6	64,8	1,1 ⁽⁷⁾	0,0	49,0
Suède	519,6	361,3	361,2	102,7	6,5	242,4	0,0
Irlande	442,7	368,0	52,1	189,4	7,9	273,0	51,0
Luxembourg	442,1	252,8	9,9	66,2	0,8	0,0	0,0
Autriche	424,7	310,1	106,1	84,4	2,1	0,0	14,0
Espagne	399,2	296,4	111,1	56,6	0,8	0,0	12,0
Grèce	301,4	250,0	24,8	71,9	1,1	0,0	88,0
UE	593,4	418,8	96,6	120,5	2,7	64,1	10,5
Différence BE – UE (pourcentages)	-9,6	-23,2	-80,9	-20,5	-43,3	-26,5	-81,0
<i>p.m. Droits d'accises minimaux</i>	<i>287,0</i>	<i>245,0</i>	<i>18/5⁽⁸⁾</i>	<i>60/95⁽⁹⁾</i>	<i>0,7</i>	<i>0,0</i>	

Source : CE.

(1) Calculées comme l'ensemble des taxes indirectes autres que la TVA, y compris les taxes assimilées aux accises.

(2) Euros par 1.000 litres.

(3) Euros par 1.000 cigarettes.

(4) Euros par degré Plato par hectolitre.

(5) Euros par hectolitre.

(6) Taxes (autres que la TVA) en pourcentages du prix (avant taxes) d'un véhicule type de 2001 cc de cylindrée.

(7) Pour une bière de 11 degrés Plato.

(8) Les droits d'accises minimaux s'élèvent à 18 euros par 1.000 litres, mais la Belgique et le Luxembourg en sont exemptés à condition de prélever une rétribution de contrôle d'au moins 5 euros par 1.000 litres sur le mazout de chauffage.

(9) Soit 60 euros par 1.000 cigarettes et 57 p.c. du prix de vente au détail, soit 95 euros par 1.000 cigarettes.

Les véhicules automobiles sont une source particulière de taxes sur la consommation. Une TVA est prélevée à l'achat et une TVA ainsi que des accises doivent être payées sur les carburants, mais, dans de nombreux États membres, l'achat, la possession et/ou l'utilisation de véhicules automobiles sont en outre soumis à des taxes de consommation supplémentaires.

En matière de taxes (autres que la TVA) sur l'achat d'une voiture particulière, il ressort que le taux applicable à un véhicule type atteint 173 p.c. du prix (hors taxes) au Danemark. Compte tenu du taux de TVA de 25 p.c., l'ensemble des taxes sur l'achat d'un véhicule correspond ainsi pratiquement au double du prix hors taxes⁽¹⁾.

D'autres pays, comme le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, la Suède et le Luxembourg, ne prélèvent pas de taxe spécifique – abstraction faite de la TVA – sur l'achat d'un véhicule particulier. C'est par contre le cas de la Belgique, où il existe une taxe dite de mise en circulation, mais celle-ci est nettement inférieure, pour un véhicule type, à la moyenne européenne et ne correspond qu'à une fraction du prix.

(1) Ces taxes ne sont toutefois pas entièrement supportées par le consommateur, étant donné que le prix (hors taxes) est particulièrement peu élevé au Danemark.

5. Impôt sur les bénéfices des sociétés

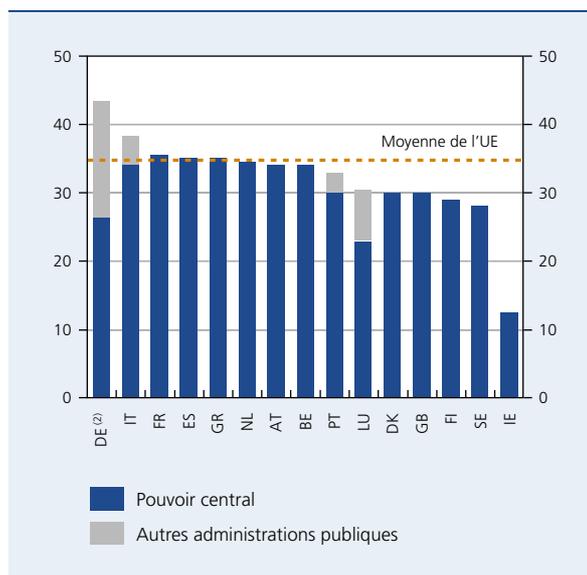
La pression fiscale proprement dite sur les bénéfices des sociétés est déterminée par le taux implicite de l'impôt des sociétés, c'est-à-dire l'impôt dû en proportion des résultats de la société. Ce taux est non seulement influencé par le taux nominal, mais aussi par diverses déductions fiscales et règles spécifiques qui font diverger les résultats « fiscaux » des résultats économiques, ainsi que différents régimes préférentiels. Une étude récente⁽¹⁾ confirme que les investissements étrangers directs sont davantage influencés par ce taux implicite que par le taux nominal. Il n'est cependant pas exclu que le taux nominal remplisse une fonction importante de signal et que des taux nominaux élevés – même s'ils sont contrebalancés par des déductions substantielles ou des avantages importants – soient susceptibles de décourager des investisseurs potentiels. C'est pourquoi les taux nominaux en vigueur dans les États membres de l'UE sont examinés ci-dessous, préalablement à une analyse des taux implicites.

5.1 Taux nominal

L'abaissement, en Belgique, du taux nominal d'imposition le 1^{er} janvier 2003 s'inscrit dans la tendance baissière observée depuis plusieurs années dans de nombreux pays européens. S'il était encore le plus élevé de l'UE en 2002, ce taux, qui se situe à 33,99 p.c.⁽²⁾, est actuellement inférieur d'environ 1 point de pourcentage à la moyenne de l'UE. La plupart des pays ne s'écartent que dans une

(1) S. Ederveen et R. de Mooij (2003), « To which tax rate does investment respond? A synthesis of empirical research on taxation and foreign direct investment », Banca d'Italia, Research Department, Public Finance Workshop on Tax Policy.
(2) Soit 33 p.c. majorés d'une contribution de crise de 3 p.c. sur les impôts dus.

GRAPHIQUE 7 TAUX NOMINAUX⁽¹⁾ DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS (pourcentages, 2003)



Source : OCDE.

(1) Le cas échéant, en ce compris les prélèvements additionnels, tels que les impôts régionaux et locaux.

(2) Abstraction faite de l'augmentation non récurrente du taux en 2003, à hauteur de 1,5 point de pourcentage (afin de cofinancer les coûts engendrés par les inondations).

mesure limitée de cette moyenne, à l'exception, notamment, de l'Irlande – où le taux n'est que de 12,5 p.c. – et des pays scandinaves qui, comme la Belgique, ont une pression fiscale et parafiscale totale élevée, mais ont choisi de maintenir les taux nominaux de l'impôt des sociétés à un niveau relativement bas.

Encadré – Traitement fiscal de la recherche et du développement

Les efforts en matière de recherche et de développement sont généralement considérés comme un déterminant important de la croissance potentielle de l'économie. Le libre jeu du marché entraîne toutefois souvent un niveau trop faible pour ce type de dépenses, étant donné que les entreprises ne fondent leurs décisions d'investir que sur le rendement privé, alors que ces dépenses ont généralement d'importants effets externes positifs. Les pouvoirs publics peuvent rehausser ces investissements de différentes manières. Ils peuvent mener eux-mêmes des activités de recherche, protéger par la régulation (droits des brevets, par exemple) les avantages de l'entreprise innovatrice ou encourager financièrement de tels investissements privés au travers d'une politique de subventionnement ponctuelle ou d'une fiscalité avantageuse. L'aspect fiscal est évoqué dans cet encadré.

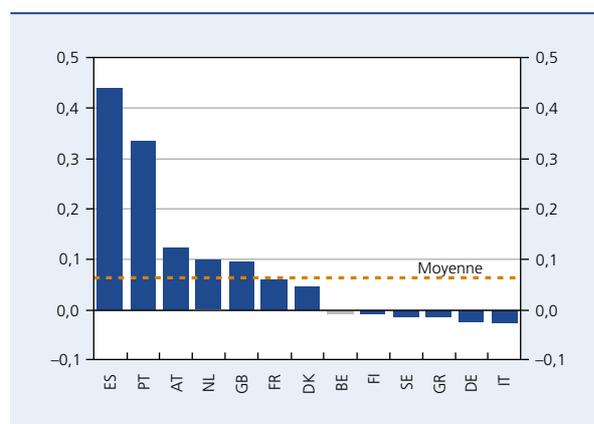


La fiscalité des sociétés d'un grand nombre de pays intègre des incitants spécifiques à la recherche et au développement. Il s'agit essentiellement de règles d'amortissement favorables par lesquelles le paiement de l'impôt est reporté et de déductions fiscales qui permettent de déduire une partie des dépenses en recherche et développement de la base imposable (dépense fiscale) ou de l'impôt dû (crédit d'impôt). Parfois, cette dépense fiscale ou ce crédit d'impôt ne concerne que les dépenses en machines ou bâtiments; en général, le régime est toutefois beaucoup plus généreux et, outre la déduction normale des coûts salariaux, une dépense fiscale supplémentaire est encore applicable sur les coûts salariaux de recherche. La réduction admise est calculée comme un pourcentage du niveau ou de l'augmentation des dépenses en recherche et développement.

En Belgique, l'impôt sur les sociétés encourage essentiellement la recherche et le développement au travers de trois avantages fiscaux spécifiques⁽¹⁾. Premièrement, la déduction majorée pour investissements concerne les actifs qui sont utilisés à cette fin. On peut opter à cet égard pour la déduction unique (13,5 p.c. en 2003) ou étalée (20,5 p.c. en 2003). Dans l'ensemble, la déduction majorée pour investissements reste toutefois limitée au regard d'autres pays: le pourcentage de déduction de la base imposable (et non de l'impôt dû) est relativement faible, et le régime ne s'applique pas aux coûts salariaux. Deuxièmement, les machines et équipements utilisés pour la recherche et le développement peuvent être amortis à hauteur de 33,3 p.c. par an, soit à un taux plus avantageux que les règles normales d'amortissement admises par le fisc. Enfin, les entreprises qui embauchent un travailleur à temps plein supplémentaire pour la recherche scientifique ou le développement du potentiel technologique

TRAITEMENT FISCAL DE LA RECHERCHE ET DU DÉVELOPPEMENT

(1 – indice B⁽¹⁾)



Source: OCDE.

(1) L'indice B évalue, pour un investissement de 1 dollar des États-Unis dans la recherche et le développement, le rendement exigé avant impôts afin de n'enregistrer aucune perte après impôts.

(1) Outre les dispositions de l'impôt des sociétés, une nouvelle mesure est entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2003 en matière d'impôt des personnes physiques, afin d'encourager la recherche scientifique dans les hautes écoles et les universités. Ces institutions ne doivent verser à l'État que 50 p.c. du précompte professionnel qu'elles doivent retenir sur la rémunération des chercheurs, le solde restant à leur disposition. Quant aux chercheurs, ils ont le droit de mentionner l'intégralité du précompte professionnel dans leur déclaration d'impôt, de sorte que leur revenu net demeure inchangé. Le Trésor perçoit donc moins d'impôt sur les personnes physiques, alors que les institutions de recherche disposent de moyens plus importants. Le 1^{er} juillet 2004, cette mesure sera étendue aux chercheurs de 72 institutions scientifiques et, dès janvier 2005, aux chercheurs d'entreprises privées qui collaborent avec l'une des institutions précitées.

de l'entreprise peuvent bénéficier d'une déduction annuelle du bénéfice imposable de 11.800 euros (voire de 23.600 euros pour un chercheur hautement qualifié).

Une étude de l'OCDE⁽¹⁾ résume l'incidence des avantages fiscaux dans un indicateur synthétique, qui mesure l'importance des incitants fiscaux à la recherche et au développement. Il s'agit de l'indice, B, qui montre quel est, pour un investissement de 1 dollar des États-Unis en recherche et développement, le rendement exigé avant impôts pour ne réaliser aucune perte après impôts. Plus cet indice B est faible (ou, comme dans le graphique, plus 1 – B est élevé), plus les incitants fiscaux sont importants dans le régime d'imposition considéré.

L'étude de l'OCDE ne tient compte, en ce qui concerne la Belgique, que des deux premiers avantages et fait abstraction de la déduction pour le recrutement de personnel supplémentaire. Les incitants prévus en matière de fiscalité des sociétés pour la recherche et le développement sont donc quelque peu sous-estimés dans l'indicateur synthétique pour la Belgique.

Sur la base de cet indicateur, la Belgique fait clairement partie, avec la Finlande, la Suède, la Grèce, l'Allemagne et l'Italie, des pays de l'UE où les incitants fiscaux ont été les plus modestes au cours de la période étudiée. Parmi tous ces pays, la Belgique est la seule à proposer une déduction spécifique pour les investissements en recherche et développement, mais celle-ci est, comme souligné plus haut, relativement limitée. Les pays appartenant au groupe intermédiaire (Autriche, Pays-Bas, Royaume-Uni, France et Danemark) ont pour caractéristiques que cette déduction spécifique pour les investissements est nettement plus étendue (et porte par exemple également sur les coûts salariaux), que des taux plus élevés (parfois supérieurs à 100 p.c.) sont pratiqués et que les montants peuvent être déduits de l'impôt dû (au lieu de la base imposable). L'Espagne et le Portugal enfin, ont les régimes les plus favorables.

(1) OCDE (2002), « Tax incentives for research and development: trends and issues »

5.2 Taux implicite

Deux approches différentes permettent de calculer le taux implicite. D'une part, on peut s'appuyer sur les statistiques passées relatives aux impôts et aux bénéfices des entreprises (approche rétrospective). D'autre part, on peut déterminer la pression fiscale en soumettant une décision concrète d'investir aux règles et paramètres de la législation sur les sociétés en vigueur (approche prospective).

Les résultats des études empiriques⁽¹⁾ qui utilisent la première approche sont, en dépit de différences méthodologiques importantes, assez convergents. Dans la plupart des pays, le taux implicite est nettement inférieur au taux nominal, en raison des déductions fiscales et des régimes préférentiels. À la fin des années nonante – la période la plus récente pour laquelle des chiffres sont disponibles – cet écart aurait toutefois été plus important pour la Belgique que pour l'UE considérée globalement. Ceci donne à penser que, pour l'ensemble des sociétés, l'incidence favorable des déductions fiscales et/ou des régimes préférentiels a été plus substantielle en Belgique qu'en moyenne dans d'autres États membres.

Des études⁽²⁾ reposant sur l'autre approche permettent d'affiner ces conclusions. Elles révèlent en effet que l'écart entre le taux implicite et le taux nominal applicables aux sociétés « ordinaires », qui ne relèvent pas d'un régime préférentiel,

diffère peu en Belgique de la moyenne de l'UE. L'écart rapporté ci-dessus entre le taux nominal et le taux implicite pour l'ensemble des sociétés, supérieur à la moyenne en Belgique, serait donc uniquement imputable à la nature et à l'importance des régimes d'imposition préférentiels.

Des régimes préférentiels destinés à des branches d'activité spécifiques existent dans certains pays, notamment pour les centres de services, la distribution et la navigation. Les mesures les plus remarquables concernent toutefois les opérations financières de groupes multinationaux. Selon l'OCDE⁽³⁾, il n'existe dans l'UE de dispositions spécifiques à cet égard qu'en Belgique (les centres de coordination), en Irlande, aux Pays-Bas, au Luxembourg et dans certaines régions d'Italie et d'Espagne. Une étude empirique de Hespel et Mignolet⁽⁴⁾ montre que l'avantage fiscal de ces régimes peut être particulièrement important : le rendement exigé pour un investissement étranger passerait de 5,9 p.c. s'il s'effectue dans le cadre d'une société ne bénéficiant d'aucun régime de faveur à 3,5 p.c. dans le régime

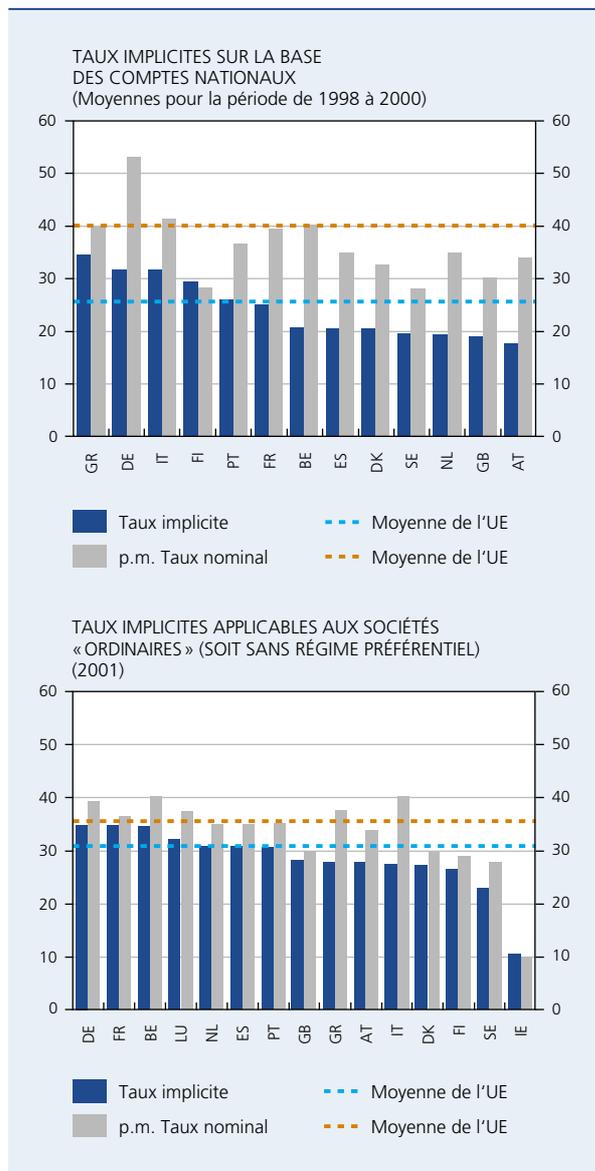
(1) Cf. notamment CE (2003), « Structures of the taxation systems in the European Union » et G. Nicodème (2001), « Computing effective corporate tax rates: comparison and results », *European Economy – economic papers*, 153.

(2) Cf. notamment CE (2001), « Company taxation in the internal market », *Commission staff working paper*.

(3) OCDE (2004), « The OECD project on harmful tax practices: the 2004 progress report ».

(4) A. Hespel et M. Mignolet (2000), « Tax aided financial services companies and the cost of capital », *Fiscal studies*.

GRAPHIQUE 8 TAUX IMPLICITES DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS
(pourcentages)



Source : CE.

préférentiel néerlandais, voire à quelque 1,25 p.c. si un centre de coordination belge ou une société financière luxembourgeoise jouissant d'un régime de faveur est utilisé.

6. Impôt sur le capital

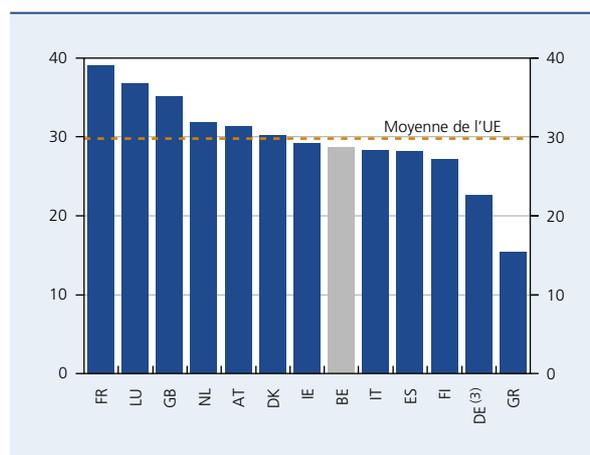
Un certain nombre de problèmes méthodologiques compliquent l'établissement de chiffres comparables sur le plan international en ce qui concerne la pression fiscale exercée sur le capital et les revenus du capital. Ainsi, les

impôts sur les revenus mobiliers et immobiliers ne sont pas collectés uniquement par le biais de prélèvements spécifiques (comme les précomptes mobilier et immobilier) dont le produit est connu avec précision, mais, dans bon nombre de cas, ces revenus (ou une partie de ceux-ci) sont ajoutés aux autres revenus, de sorte qu'il est statistiquement difficile d'isoler ces revenus mobiliers et immobiliers de ceux dus sur d'autres revenus. Par ailleurs, les crédits hypothécaires et l'épargne à long terme donnent souvent lieu à d'importantes réductions de l'impôt des personnes physiques. Il n'existe toutefois guère, voire pas, de statistiques internationales en ce qui concerne l'ampleur de ces dépenses fiscales, qui doivent en principe être déduites de l'impôt sur le capital.

L'étude de la Commission européenne⁽¹⁾ déjà évoquée dans le cadre de laquelle tous les impôts sont rapportés au travail, à la consommation ou au capital, tente – entre autres sur la base d'informations confidentielles obtenues auprès des administrations fiscales nationales – de trouver une solution à ces problèmes méthodologiques : la pression fiscale sur le capital y est calculée comme les impôts sur le capital (et les revenus qui en découlent) par rapport au revenu du capital. Les chiffres obtenus doivent toutefois toujours être interprétés avec prudence, étant donné les nombreuses restrictions méthodologiques.

(1) CE (2003), « Structures of the taxation systems in the European Union ».

GRAPHIQUE 9 TAUX IMPLICITES DE L'IMPÔT SUR LE CAPITAL ⁽¹⁾
(pourcentages, 2001 ⁽²⁾)



Source : CE.

(1) Impôt sur le capital (et sur le revenu de celui-ci) en pourcentages du revenu du capital.

(2) Pour 2001, les données portant sur le taux implicite de l'impôt sur le capital n'étaient pas disponibles pour la Suède (34,5 p.c. en 2000) et le Portugal (30,7 p.c. en 1999).

(3) Le taux mentionné pour l'Allemagne est influencé à la baisse par le changement de législation en matière de revenus distribués des sociétés, qui a conduit à d'importants remboursements non récurrents au titre de l'impôt des sociétés en 2001.

Cette étude se fonde sur une définition très large de l'impôt. Celle-ci inclut l'impôt sur les sociétés, les impôts et cotisations sociales des indépendants⁽¹⁾, les droits de succession et taxes sur les donations, les impôts sur les biens immobiliers⁽²⁾, les taxes sur les opérations sur les biens mobiliers et immobiliers⁽³⁾, les taxes sur les intérêts et dividendes perçus par les particuliers diminués des déductions relatives à la formation de capital dans l'impôt des personnes physiques, de même que l'impôt sur le patrimoine net des particuliers. Au cours de l'année à laquelle l'étude se rapporte, seuls le Luxembourg, la Suède, la France, l'Espagne et la Finlande ont levé un tel impôt. Le produit de cette forme d'impôt est le plus souvent minime en raison de la faiblesse des taux et des exonérations pour fortunes modestes ou pour certains actifs.

Selon cette étude, qui repose sur des chiffres relatifs à 2001, le patrimoine serait le plus lourdement taxé en France, au Luxembourg et au Royaume-Uni, alors que le traitement fiscal du patrimoine est particulièrement généreux en Grèce. En Belgique, le taux implicite de l'impôt sur le capital (28,7 p.c.) est proche de la moyenne des États membres de l'UE (29,8 p.c.).

7. Conclusions

L'analyse de la structure des recettes publiques montre que les revenus du travail sont assez lourdement taxés en Belgique. En 2001, dernière année pour laquelle des données sont disponibles au niveau européen, la pression fiscale et parafiscale implicite sur le travail a dépassé de 6,8 points de pourcentage la moyenne de l'UE. Par contre, les taux de prélèvement sur la consommation, les bénéfices des entreprises et le revenu du capital sont beaucoup plus proches de la moyenne européenne.

En Belgique, les réductions effectives ou programmées de l'impôt des personnes physiques et des cotisations sociales ont pour effet que les prélèvements sur les revenus du travail ont diminué ces dernières années, et que cette diminution se poursuivra dans le futur. En revanche, certains impôts indirects, comme les accises sur le tabac et les carburants pour automobiles, dont les tarifs sont inférieurs en Belgique à la moyenne de l'UE, ont augmenté, et de nouvelles hausses sont prévues pour les années à venir. À la suite de l'entrée en vigueur de ces mesures, la pression fiscale et parafiscale va diminuer et glisser un peu plus vers la consommation, ce qui corrigera quelque peu la forte concentration de cette pression sur le travail. De cette façon, la structure des prélèvements se rapprochera davantage de celle de l'UE.

L'allègement des prélèvements sur les revenus du travail, qui est le plus prononcé pour les bas revenus, devrait avoir une incidence favorable sur l'emploi, à la condition toutefois de ne pas provoquer indirectement de hausses de salaires. L'application de la directive européenne visant à garantir une imposition effective des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts, ainsi que les efforts visant à limiter les régimes de faveur au niveau de l'impôt des sociétés, peuvent offrir des possibilités de nouvelle réorientation des recettes publiques en faveur de l'emploi.

(1) Le revenu des indépendants comporte deux composantes: une rémunération pour le travail fourni et une pour le capital engagé. Dans la mesure où les informations statistiques disponibles ne permettent pas de procéder à une ventilation entre les deux composantes, la Commission européenne a choisi de considérer tous les revenus et tous les prélèvements des indépendants comme des revenus du patrimoine et des impôts sur ces revenus.

(2) En Belgique, ces impôts sont perçus sous la forme du précompte immobilier, mais aussi au travers de l'impôt des personnes physiques.

(3) En Belgique, il s'agit des droits d'enregistrement, des droits hypothécaires et de greffe, de la taxe sur les opérations boursières et de la taxe sur la livraison matérielle de titres au porteur.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium, 2004-2005

In light of an increased transparency, the National Bank of Belgium has decided to publish twice a year, in June and December, the macroeconomic projections for the Belgian economy for the current and the following year. These projections represent the national part from the broad macroeconomic projection exercise conducted within the Eurosystem, for which the ECB publishes the aggregated results for the euro area economy.

At the current juncture, the recovery of the world leading economies in 2003 is projected to hold on in the course of 2004 and 2005. Although growth would stay beneath that of the international environment, the Eurosystem expects the ongoing recovery in the euro area to gain momentum throughout 2004 and 2005 and inflation to be moderate. GDP growth in Belgium would exceed that of the euro area, pursuing the upturn since mid-2003, and should increase from 1.1 p.c. in 2003 to 2.3 p.c. in 2004 and 2.6 p.c. in 2005. The recovery that has initially triggered exports would gradually extend to investment, which would be supported by accommodating financial conditions and stronger economic activity. Furthermore, consumption is likely to firm in the following years caused by a rise in employment and households' disposable income. Job creation would amount to 15,000 jobs in 2004 and 44,000 in 2005. Still, the unemployment rate is likely initially to rise further due to the higher increase of the working population. Headline inflation is expected to stay in line with the Eurosystem's definition of price stability at 1.8 p.c. and 1.7 p.c. in 2004 and 2005. Although energy prices increased considerably in the first part of 2004, inflation is likely to stay modest due to limited wage increases and subdued pressures from activity and import prices. Despite an improvement in economic activity, the general government balance is expected to show a deficit of 0.3 p.c. of GDP in 2004 and of 1.0 p.c. in 2005, taking into account the measures which have already been taken and the less positive impact of non-recurrent measures in 2004 and 2005 compared to 2003

The transmission of monetary policy impulses in Belgium

The first part of this article outlines the monetary policy transmission process. It pinpoints some special features of the Belgian economy, such as its high degree of openness, especially in relation to euro area partners, the high level of household financial assets, relatively weak dependence on bank lending at macroeconomic level, and the automatic indexation of wages.

The macroeconomic simulations presented in the second part of the article show that, in Belgium as in the euro area, a monetary policy tightening tends to cause a temporary contraction in activity, due substantially to the decline in investment, and a slower but more persistent fall in prices. The euro appreciation normally caused by such a monetary policy shock amplifies its effects on activity, but above all accelerates its impact on prices. The reaction of the Belgian economy does not appear to be obviously different from that of the rest of the euro area. It seems to be slightly more moderate in volume, owing to the lower sensitivity of investment, and more rapid in terms of prices.

Structure of public revenues

Leaving aside issues concerning the optimum size of the public sector and the optimum scale of public revenues, an important issue is to determine which is the public revenue structure that is the most favorable to growth. It is important to distribute the burden of fiscal and parafiscal levies as evenly as possible over the various tax bases, to minimise the disincentive to activate the available factors of production, and to coordinate or harmonise the tax system at international level to ensure that, for certain forms of taxation such as the tax on savings, the desirable level of taxation cannot be prejudiced by the risk of relocation.

In Belgium, the burden of fiscal and parafiscal levies is relatively concentrated on labour, since – on the basis of the national accounts – the burden on that factor was over 6.8 percentage points higher than the EU average in 2001, while the rates of tax on consumption, corporate profits and capital were much closer to the European average.

The difference between Belgium and the EU in terms of the marginal rates of fiscal and parafiscal levies on labour is actually considerably greater than the difference in the average tax burden recorded on the basis of the annual accounts. Part of the reason could be that the scale of tax expenditure is more favourable to taxpayers in Belgium is higher than elsewhere. Since the level of the marginal rates probably plays a key role in economic growth, it is questionable whether this is the ideal structure for the taxation of labour incomes.

In 2001, the implicit rate of VAT was 1.4 percentage points above the EU average. Conversely, the implicit rate of the other consumption taxes is below the average. That is due to the level of those taxes on tobacco, alcohol, the purchase of private motor vehicles and mineral oils, particularly heating oil.

In Belgium, the reductions in personal income tax and social security contributions already implemented or scheduled have reduced the levies on labour incomes in recent years, and that reduction will continue in the future. Conversely, certain indirect taxes have increased and further rises are planned for the years ahead. Following the entry into force of these measures, the burden of fiscal and parafiscal levies will diminish, and shift slightly towards consumption, correcting to some extent the heavy concentration of this burden on labour. This will bring the structure of taxation closer to that of the EU.

Since it was cut in 2003, the nominal rate of tax on corporate profits has been slightly below the EU average in Belgium. The scale of tax expenditure for ordinary companies seems comparable to that observed elsewhere. Moreover, it seems that tax incentives for research and development – vital factors determining the economy's growth potential – are relatively modest in Belgium.

Abstracts of the Working Papers Series

43. “Interbank exposures: An empirical examination of systemic risk in the Belgian banking system”, by H. Degryse and G. Nguyen, Research series, March 2004

Robust (cross-border) interbank markets are important for the smooth functioning of modern financial systems. Yet, a network of interbank exposures may lead to domino effects following an initial bank failure. The “structure” of the interbank market is a potential important driving factor in the risk and impact of interbank contagion. Using detailed information on aggregate interbank exposures of individual banks and on large bilateral interbank exposures, the authors examine the evolution of contagion risks to the Belgian banking system over the period 1993-2002. They find that a change from a complete structure (all banks having symmetric links) towards a “multiple money centre” structure (the money centres being symmetrically linked to some banks, which themselves are not interlinked) as well as a more concentrated banking market have decreased the risk and impact of contagion. Moreover, an increase in the proportion of cross-border interbank assets has lowered the risk and impact of local contagion. Yet, this reduction has probably been accompanied by an increase in contagion risks generated by foreign banks, although even then the contagion risks appear fairly limited.

44. “How frequently do prices change? Evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI”, by L. Aucremanne and E. Dhyne, Research series, April 2004

The paper examines the degree of price rigidity in Belgian consumer prices, using a large data base. As to the observed degree of rigidity, the results reveal a substantial amount of heterogeneity, not only across but also within product categories. While prices turn out to be perfectly flexible for some product categories, they tend to be very sticky for other. On average, nearly 17 p.c. of the consumer prices change each month and the median duration of a price spell is close to 13 months. A substantial subset of the results is compatible with state-dependent pricing, while other results suggest that there is some time-dependency as well. Most price changes are price increases, but price decreases are not uncommon, except for services. The extent of price changes is important. Price changes do not seem to be highly synchronised across price-setters within relatively homogenous product categories.

45. "Firm's investment decisions in response to demand and price uncertainty", by C. Fuss and Ph. Vermeulen, Research series, April 2004

The authors estimate the effect of demand and price uncertainty on firms' investment decisions from a panel of manufacturing firms. Uncertainty measures are derived from firms' subjective qualitative expectations. They are close to their theoretical counterparts, the variances of future demand and price shocks. The authors find that demand uncertainty depresses planned and realized investment, while price uncertainty is insignificant. This is consistent with the behaviour of monopolistic firms with irreversible capital. Further, firms revise their investment plans very little. They may do so in response to new information on sales growth, but not as a result of reduced uncertainty.

46. "SMEs and bank lending relationships: The impact of mergers", by H. Degryse, N. Masschelein and J. Mitchell, Research series, May 2004

The paper studies the impact of bank mergers on firm-bank lending relationships using information from individual loan contracts in Belgium. The authors analyse the effects of bank mergers on the probability of borrowers maintaining their lending relationships and on their ability to continue tapping bank credit. The environment reflects a number of interesting features: high banking sector concentration; "in-market" mergers with large target banks; importance of large banks in providing external finance to SMEs; and low numbers of bank lending relationships maintained by SMEs. The authors find that bank mergers generate short-term and longer-term effects on borrowers' probability of losing a lending relationship. Mergers also have heterogeneous impacts across borrower types, including borrowers of acquiring and target banks, borrowers of differing size, and borrowers with single versus multiple relationships. Firms borrowing from acquiring banks are less likely to lose their lending relationship, while target bank borrowers are more likely to lose their relationship. Firms borrowing from two of the merging banks are less likely to lose their relationship than firms borrowing from only one of the merging banks or firms borrowing from non-merging banks.

47. "The determinants of pass-through of market conditions to bank retail interest rates in Belgium", by F. De Graeve, O. De Jonghe and R. Vander Venet, Research series, May 2004

The authors analyse the pass-through of money market rates to retail interest rates at the disaggregate level in the Belgian banking market. First, the authors measure the extent of pass-through for a total of fourteen products. The authors find that the response varies between loans and deposits and depends positively on the maturity of the product. Second, the launch of EMU has generally not resulted in more competitive pricing by banks. Third, the authors assess the importance of several biases and find that heterogeneity in price-setting behaviour should be accounted for in analysing the pass-through. Fourth, bank-specific determinants of heterogeneous interest rate pass-through are analysed. The authors find a role for capital, liquidity and market share and relate these results to the various channels in monetary policy transmission and to the structure-conduct-performance hypothesis in banking.

48. “Sectoral vs country diversification benefits and downside risk”,
by M. Emiris, Research series, May 2004

Recently, the advantage of country diversification as to sector diversification has been questioned, especially against the background of the European monetary and financial integration. Correct estimates of the correlation matrix are central to the evaluation of the relative diversification gains. These estimates should take into account the time-varying and asymmetric behaviour of the correlation process, particularly in the context of major changes in volatility and market trends. In this paper, the ADCC (Asymmetric Dynamic Conditional Correlation) model developed by Cappiello et al. is used to estimate the conditional correlation and volatility of weekly country, sector and country/sector returns indexes over 1990-2003. This model offers a relatively flexible specification for the conditional correlation process that is still computationally feasible for estimation on larger portfolios. The estimation results point to an increase in the average correlation between country indexes during the last five years, but at the same time there is an important decline in the correlation between sector indexes. This trend is observed in both the euro area and the worldwide portfolios and is therefore not specific to the European integration process. At the same time, the volatility in the sector indexes has increased remarkably and in a relatively stronger way compared to the volatility in the country indexes. Both trends tend to cancel out in the calculations of optimal portfolio variance: lower sector correlation is offset by higher sector volatility and higher country correlation is neutralised by the relative lower volatility in country indexes. Therefore no clear trend appears from comparing the relative conditional variances of sector and country portfolios. After taking into account the effect of average returns, the author shows that country diversification is still the dominant strategy for world portfolios, whereas sector diversification is more interesting for euro area portfolios.

49. “How does liquidity react to stress periods in a limit order
market?”, by H. Beltran, A. Durré and P. Giot, Research series,
May 2004

The paper looks at the interplay of volatility and liquidity on the Euronext trading platform during the December 2, 2002 to April 30, 2003 time period. Using transaction and order book data for some large- and mid-cap Brussels-traded stocks on Euronext, the authors study the ex-ante liquidity vs volatility and ex-post liquidity vs volatility relationships to ascertain if the high volatility led to decreases in liquidity and large trading costs. They show that the provision of liquidity remains adequate when volatility increases, although they do find that it is more costly to trade and that the market dynamics is somewhat affected when volatility is high.

50. “Financial consolidation and liquidity: Prudential regulation
and/or competition policy?”, by P. Van Cayseele, Research
series, May 2004

A model of loan rate competition with liquidity provision by banks is used to study bank mergers. Both loan rate competition and liquidity needs are seen to be “localised” phenomena. This allows for tracing down the effects of particular types of bank mergers. As such, the author contrasts the effects of “revenue base enhancing” mergers with the effects of mergers “for market power”. The optimal post-merger loan rate and risk management decisions are derived. The fundamental trade-off between stability and efficiency is often present, indicating that the approval of bank mergers induces hard policy choices.

51. “Basel II and operational risk: Implications for risk measurement and management in the financial sector”, by A. Chapelle, Y. Crama, G. Hübner and J.-P. Peters, Research series, May 2004

This paper proposes a methodology to analyse the implications of the Advanced Measurement Approach (AMA) for the assessment of operational risks put forward by the Basel II Accord. The methodology relies on an integrated procedure for the construction of the distribution of aggregate losses, using internal and external loss data. It is illustrated on a 2x2 matrix of two selected business lines and two event types, drawn from a data base of 3000 losses obtained from a large European banking institution. For each cell, the method calibrates three truncated distribution functions for the body of internal data, the tail of internal data, and external data. When the dependence structure between aggregate losses and the non-linear adjustment of external data are explicitly taken into account, the regulatory capital computed with the AMA method proves to be substantially lower than with less sophisticated approaches allowed by the Basel II Accord, although the effect is not uniform for all business lines and event types. In a second phase, the models are used to estimate the effects of operational risk management actions on bank profitability, through a measure of the risk adjusted return on capital adapted to operational risks. The results suggest that substantial savings can be achieved through active management techniques, although the estimated effect of a reduction of the number, frequency or severity of operational losses crucially depends on the calibration of the aggregate loss distributions.

52. “The efficiency and stability of banks and markets”, by F. Allen, Research series, May 2004

Traditionally, financial systems have been bank-based or market-based. The efficiency properties of these systems are compared in various dimensions. These include risk-sharing, the provision of information, funding new industries, corporate governance, and law, finance and politics. Both systems have advantages and disadvantages. With regard to stability, both bank-based and market-based systems are subject to crises. In due time a financial system with financial intermediaries and markets would have many advantages and few disadvantages.

53. “Does financial liberalisation spur growth?”, by G. Bekaert, C.R. Harvey and C. Lundblad, Research series, May 2004

The authors show that equity market liberalisations, on average, result in a one-percent increase in annual real economic growth over a five-year period. The effect is robust to alternative definitions of liberalisation and does not reflect variation in the world business cycle. The effect also remains intact when liberalisation is instrumented with quality of institutions-variables that explain liberalisation but not growth and when a growth opportunity measure is included in the regression. Capital account liberalisation has a less robust effect on growth than equity market liberalisation has. Other simultaneous reforms only partially account for the effect. Finally, the authors examine why some countries respond to equity market liberalisation differently from others.

54. “Regulating financial conglomerates”, by X. Freixas, G. Lóránth, A.D. Morrison, H.S. Shin, Research series, May 2004

The authors analyse a model of financial intermediation in which intermediaries are subject to moral hazard and they do not invest in a socially optimal way, because they ignore the systemic costs of failure and, in the case of banks, because they fail to account for risks which are assumed by the deposit insurance fund. Capital adequacy requirements are designed to minimise the social costs of these effects. It is shown that banks should always have higher regulatory capital requirements than

insurance companies. Contrary to received wisdom when banks and insurance companies combine to form financial conglomerates, the authors show that it is socially optimal to separate their balance sheets. Moreover, the practice of “regulatory arbitrage”, or of transferring assets from one balance sheet to another, is enhancing welfare.

55. “Liquidity and financial market stability”, by M. O’Hara,
Research series, May 2004

Liquidity occupies a central importance for many areas of finance. But there are very disparate views of liquidity, and correspondingly many different policy implications attached to these views. In the paper, the author considers the many faces of liquidity and their implications for financial market stability. In particular, she focuses on the traditional economics view of liquidity as destabilizing and the more positive microstructure view of liquidity as a positive attribute for both traders and markets. she outlines the various policy prescriptions for market stability that arise from these disparate views, and how they relate to current market developments. She then considers a new view of liquidity deriving from the new research on uncertainty aversion, and she details what this approach implies for market stability. She concludes by summarizing the implications for public policy and central bank behavior toward liquidity.

Signes conventionnels

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

Abréviations

ALE	Agence locale pour l'emploi
BCE	Banque centrale européenne
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CCE	Conseil central de l'économie
CE	Commission européenne
CSF	Conseil supérieur des finances
ECB	voir BCE
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
FMI	Fonds monétaire international
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
ICN	Institut des comptes nationaux
INS	Institut national de statistique
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
ISM	Institute for Supply Management
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ONEM	Office national de l'emploi

ONSS	Office national de sécurité sociale
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne

Éditeur responsable

J. HILGERS

Directeur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

Ph. QUINTIN

Chef du service Communication

Tél. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91
philippe.quintin@nbb.be

© Illustrations: fotostockdirect – goodshoot
gettyimages – digitalvision
gettyimages – photodisc
Banque nationale de Belgique

Mise en page: BNB Prépress
Couverture: BNB Multimédia

Publié en juin 2004