

# REVUE ECONOMIQUE

6<sup>e</sup> Année  
Mai 2000

Banque Nationale  
de Belgique



## SOMMAIRE

<b>Déterminants macroéconomiques de la stabilité du système bancaire belge</b>	<b><i>9</i></b>
<b>L'économie belge en 2000</b>	<b><i>45</i></b>
<b>Abstracts of the publications</b>	<b><i>81</i></b>

## LISTE DES ABREVIATIONS

ALE	Agence locale pour l'emploi
BCE	Banque Centrale Européenne
BFP	Bureau fédéral du plan
BNB	Banque Nationale de Belgique
BRI	Banque des Règlements Internationaux
CE	Commission Européenne
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschaft-Archiv
ICN	Institut des Comptes Nationaux
INS	Institut National de Statistique
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
MAE	Ministère des Affaires économiques
MET	Ministère de l'Emploi et du Travail
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement économiques
ONEM	Office National de l'Emploi
OPC	Organismes de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
SEBC	Système Européen de Banques Centrales
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union Européenne

## SIGNES CONVENTIONNELS

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

## DETERMINANTS MACROECONOMIQUES DE LA STABILITE DU SYSTEME BANCAIRE BELGE

### INTRODUCTION

Le secteur financier a subi, au cours des dernières années, de nombreuses mutations. Celles-ci ont contribué à renforcer les dangers potentiels auxquels ont à faire face aussi bien les banques individuelles que le système bancaire dans son ensemble.

Sur un plan individuel, l'intensification de la concurrence a conduit de nombreuses banques à entrer sur de nouveaux marchés. La prospection d'une clientèle plus lointaine et moins connue a accru les risques de crédit, tandis que la part plus importante des opérations de marché a aussi davantage exposé les banques aux variations des taux d'intérêt. Par ailleurs, d'autres risques se sont développés tels les risques technologiques liés au développement des systèmes informatiques, les risques légaux résultant de la multiplication d'opérations régies par des systèmes juridiques très différents, les risques opérationnels ou encore les risques de réputation que les exigences croissantes de la clientèle pourraient faire naître en cas de contestations ou litiges.

Sur un plan collectif, l'interconnexion croissante des marchés a multiplié les possibilités d'émergence de risques systémiques. Aux difficultés pouvant découler de la faillite d'une grande banque ou d'un groupe de banques s'ajoutent l'éventualité de dysfonctionnements des systèmes de paiements et de règlement ou encore de brusques chutes de cours sur certains marchés financiers. Ces risques systémiques sont à la mesure d'un environnement où les frontières tant géographiques que sectorielles (banques, assurances, investisseurs institutionnels, sociétés de bourse...) ont tendance à s'estomper.

Situées au cœur du système financier, les banques centrales sont directement concernées par cette double évolution.

Au niveau micro-prudentiel, elles peuvent être amenées, dans des circonstances extrêmes, à assister des institutions en difficulté comme prêteur en dernier ressort. En liaison avec cette fonction, les banques centrales jouent souvent aussi un rôle dans les systèmes de garantie des dépôts. Enfin, dans certains pays, elles sont directement en charge de la surveillance individuelle des établissements de crédit. C'est le cas dans six des quinze pays de l'UE (Italie, Espagne, Pays-Bas, Portugal, Irlande, Grèce), les neuf autres pays (dont la Belgique) ayant confié cette tâche à une institution spécialisée.

Quelle que soit l'étendue de ces missions, les banques centrales ont aussi un rôle plus global, que l'on peut qualifier de macro-prudentiel. Elles doivent contribuer à renforcer l'environnement tant opérationnel que macroéconomique dans lequel fonctionne le système financier.

En matière opérationnelle, le Système européen de banques centrales (SEBC) compte, parmi ses missions fondamentales, la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiements (art. 105 2° des statuts du SEBC).

En Belgique, la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque stipule, en son article 8, que « la Banque veille au bon fonctionnement des systèmes de compensation et de paiements et elle s'assure de leur efficacité et de leur solidité ». Il ressort de l'exposé des motifs de la loi que cette compétence a un double champ d'application, la Banque étant chargée de la surveillance tant des systèmes de paiements que de ceux de règlement de titres. Dans la mesure où ce sont les exploitants de ces systèmes qui doivent rester les premiers responsables de la sécurité et de l'efficacité des structures existantes, l'exercice de cette activité relève moins d'une fonction d'autorité de contrôle que d'un rôle d'avis et de recommandation.

Le rôle macroéconomique découle, quant à lui, directement de l'objectif premier du SEBC, qui est de préserver la stabilité des prix. Toute recrudescence de l'inflation exerce en effet rapidement des incidences négatives sur les marchés financiers et sur l'ensemble de l'économie réelle (distorsion des contrats, biais dans les anticipations des agents, perturbation de la liquidité des marchés, difficulté accrue de la surveillance de la stabilité financière des banques et de leurs clients).

Dans un contexte caractérisé par une forte concurrence et une fragilisation des établissements de crédit, la prise en compte des enchaînements existant entre la stabilité des prix et de l'économie réelle d'une part, du système financier, d'autre part, s'est certainement renforcée au cours de ces dernières années. Cela a amené à examiner sous un angle nouveau la liaison entre ces deux sphères de l'économie.

Traditionnellement, l'analyse macroéconomique a eu tendance à se concentrer sur les incidences que les changements dans les conditions financières exercent sur la partie réelle de l'économie, par le biais, notamment, du processus de transmission de la politique monétaire. La multiplication récente des crises au sein du système financier témoigne aussi de la nécessité d'inverser le sens de l'analyse en étudiant dans quelle mesure les développements macroéconomiques peuvent affecter la stabilité du système financier.

La présente étude applique une telle approche au cas de la Belgique. Elle comprend trois parties. La première présente une brève revue de la littérature économique consacrée aux causes potentielles des crises financières, tandis que les deuxième et troisième parties, recensent certains indicateurs possibles de la stabilité macroéconomique du système bancaire, en distinguant les risques de crédit et les risques de marché.

L'accent mis sur ces deux risques n'implique évidemment pas, a priori, que ceux-ci se soient ag-

gravés au cours de la période récente. Par ailleurs, on gardera à l'esprit que le secteur bancaire supporte d'autres risques qui ne seront pas examinés ci-après. Il s'agit, d'une part, des risques non directement liés à l'environnement macroéconomique (risques légaux, opérationnels ou de réputation), d'autre part, des risques plus stratégiques liés à l'évolution du contexte structurel dans lequel les banques exercent leur activité. Ce dernier aspect a été notamment examiné dans un article précédent de la Revue économique, consacré à la situation du marché financier belge à la veille de l'euro<sup>1</sup>.

## 1. APERÇU THEORIQUE DES DETERMINANTS DES CRISES FINANCIERES

Les problèmes de nature systémique, qui peuvent affecter l'ensemble du secteur bancaire, ont fait l'objet de diverses analyses théoriques. En essayant d'explicitier les mécanismes de développement de tels risques, ces analyses cherchent à livrer des enseignements sur les signes avant-coureurs des crises financières. Une première section est consacrée aux approches plus traditionnelles, à savoir les démarches purement empiriques, les explications par la demande et les analyses de type monétariste. Une deuxième section présente la théorie plus récente de l'information asymétrique, qui met davantage l'accent sur la situation spécifique des établissements de crédit.

### 1.1 LES APPROCHES TRADITIONNELLES

Faute de définitions rigoureuses de la notion de crises financières, nombre d'analyses consacrées à ce phénomène adoptent une approche essentiellement empirique, se fondant sur des

<sup>1</sup> *Le marché financier belge à la veille de l'Union économique et monétaire*, Revue économique, mai 1998.

données et épisodes à caractère circonstanciel<sup>1</sup>. Une telle optique présente plusieurs carences. En se concentrant sur les crises proprement dites, elle néglige l'étude, pourtant très riche d'enseignements, de risques potentiellement déstabilisateurs, mais qui ont pu être circonscrits par une action préventive. Par ailleurs, les études empiriques conduisent souvent à assimiler toute volatilité excessive des marchés financiers à un problème systémique. Elles peuvent ainsi amener à sélectionner une batterie d'indicateurs trop vaste. A l'inverse, en négligeant les articulations logiques entre les différents éléments constitutifs d'une crise financière, elles peuvent éluder des phénomènes peu spectaculaires,

mais qui occupent néanmoins un rôle central dans le mécanisme de propagation d'une crise.

Deux approches théoriques assez différentes, d'orientation keynésienne et monétariste, ont tenté de pallier les carences de l'analyse empirique. La première attribue l'origine des crises financières à une diminution de la demande<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Cf. par exemple Kindleberger, Charles P., *Manias, Panics and Crashes*, New York, Basic Books, 1978.

<sup>2</sup> Ainsi, Temin, (*The Beginning of The Depression in Germany*, Economic History Review, vol. 24, 1971) affirme que les crises financières de 1929 et de 1930 ont été amorcées par une diminution exogène des investissements, elle-même due à un phénomène de saturation après une décennie de forte expansion.

**TABLEAU 1 – TABLEAU SYNOPTIQUE DES PRINCIPALES APPROCHES DES CRISES FINANCIERES**

Approche	Sources des crises financières	Principaux avantages de l'approche	Principaux inconvénients de l'approche	Indicateurs privilégiés
Approches essentiellement empiriques	Sources identifiées sur un mode ad hoc, souvent par référence à la crise des années trente	Simplicité. Episodes proches de la réalité du terrain. Restituent l'environnement historique et socio-économique.	Se concentrent sur les crises effectivement survenues, en éludant les crises potentielles.	Batteries d'indicateurs très larges
Approche keynésienne	Demande globale insuffisante	Accent sur les facteurs conjoncturels qui constituent un important déterminant des crises financières	Néglige les causes non conjoncturelles des crises financières.	La demande agrégée et ses composantes, ou des indicateurs plus rapidement disponibles
Approche monétariste	Les crises financières ont toujours une origine monétaire (évolution inadéquate des agrégats monétaires ou taux d'intérêt inappropriés).	Mise en évidence de l'importance de la stabilité monétaire	Néglige les causes intrinsèques de fragilité des banques. Crises financières définies de façon trop restrictive.	Taux d'intérêt, agrégats monétaires, liquidité du marché interbancaire, ...
Modèles d'information asymétrique	Problèmes de sélection adverse (mauvaise sélection des cocontractants) et d'aléa moral (comportement dommageable des cocontractants)  Les principaux facteurs aggravant l'aléa moral ou la sélection adverse sont la détérioration des capacités de remboursement, la hausse des taux d'intérêt réels et la volatilité du prix des actifs.	Définition rigoureuse des crises financières  Fondements théoriques très structurés, bien adaptés à l'activité d'intermédiation des banques	Approche essentiellement centrée sur les risques de marché et de crédit  Elude les facteurs de crise qui n'intensifient pas les problèmes d'information asymétrique.	Solvabilité et liquidité des sociétés, des ménages et des banques  Taux d'intérêt nominaux et réels  Taux d'inflation  Cours des actions et des obligations et cours de change (incidence sur les garanties)

Selon cette école, l'évaluation des risques financiers devrait donc surtout prendre en compte l'évolution des composantes de la demande agrégée, mesurée de manière directe ou, de préférence, à travers des indicateurs plus rapidement disponibles. Dans le cas de la Belgique, il pourrait par exemple s'agir de l'indicateur synthétique de conjoncture de la Banque ou de certaines de ses composantes et des indices de la production industrielle, des investissements ou du chiffre d'affaires.

Si l'évolution du cycle conjoncturel exerce certainement une influence sur la stabilité du système financier, toute phase de récession ne s'accompagne toutefois pas d'une crise systémique. A l'inverse, une aggravation des risques systémiques n'est pas toujours précédée d'un ralentissement de l'activité, mais peut, au contraire, constituer le déclencheur d'un retournement conjoncturel.

Les monétaristes n'attachent, pour leur part, qu'une importance relative aux variables conjoncturelles, car ils tendent à analyser l'économie sous l'angle des développements monétaires. Ainsi, ils attribuent l'amorce de la crise financière des années trente à la hausse des taux d'intérêt déclenchée dès la fin de 1928 par la Federal Reserve. La panique bancaire de 1930, qui est selon eux l'élément central du mécanisme de propagation de cette crise, est aussi considérée comme un phénomène essentiellement monétaire, puisqu'elle s'est traduite par une diminution cumulative du multiplicateur monétaire. En l'absence d'une politique monétaire suffisamment expansionniste, la masse monétaire a dès lors rapidement diminué, entraînant la récession.

En ramenant les éléments explicatifs des crises financières aux seuls facteurs monétaires, certains monétaristes en viennent, à l'extrême, à nier l'existence d'un risque systémique propre aux banques. Avec Kaufman<sup>1</sup>, ils affirment que ces dernières ne sont pas intrinsèquement plus fragiles que les entreprises non bancaires, et

que le risque de contagion d'une faillite éventuelle n'est pas plus important. Cette approche est évidemment très réductrice, même si elle a le mérite incontestable de mettre en exergue le rôle de la stabilité monétaire dans le maintien de la solidité du système financier.

## 1.2 LES MODELES D'INFORMATION ASYMETRIQUE

Les modèles d'information asymétrique cherchent à remédier aux défauts des approches économiques traditionnelles. A l'inverse de l'analyse empirique et, dans une moindre mesure, de l'approche par la demande, qui est plutôt d'essence conjoncturelle, ces modèles proposent en effet une définition rigoureuse des crises financières. Par ailleurs, leur cadre d'analyse est nettement moins restreint que celui de l'approche monétariste.

L'approche par l'information asymétrique met de surcroît en évidence des phénomènes de discontinuité dans l'activité d'intermédiation, alors que la théorie économique traditionnelle se caractérise par le raisonnement à la marge et le concept d'équilibre.

Enfin, la gestion du risque de crédit associé aux asymétries d'informations est au cœur de l'activité d'intermédiation des banques, la connaissance qu'elles accumulent sur le profil de leurs emprunteurs constituant d'ailleurs leur principal avantage comparatif par rapport au marché des valeurs mobilières.

L'asymétrie de l'information peut revêtir deux formes souvent évoquées en théorie de l'assurance, à savoir la sélection adverse (ou « adverse selection ») et l'aléa moral (ou « moral hazard »). Schématiquement, la sélection adverse se réfère à des mécanismes pervers de

<sup>1</sup> Kaufman, Henry, *Debt : The Threat to Financial Stability*, in *Debt, Financial Stability, and Public Policy*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1986.

sélection de cocontractants ou de partenaires, qui induisent une structure de risques biaisée. A titre d'exemple, elle caractérise la situation d'une compagnie d'assurances-vie qui ne module pas ses primes en fonction du profil de risque de ses clients. En agissant de la sorte, elle court le risque de dissuader de nombreux non-fumeurs d'adhérer à ses polices d'assurances-vie au profit de fumeurs. Il en résulte une insuffisance des primes par rapport aux risques réellement couverts.

L'aléa moral est présent lorsqu'une structure d'incitants inadéquate incite un contractant à s'engager, après la conclusion du contrat, dans des activités susceptibles de contrarier la bonne marche de ce contrat. Ainsi, des garanties insuffisantes peuvent inciter certains emprunteurs à adopter un comportement qui altère leur capacité de remboursement.

Des économistes comme Mishkin<sup>1</sup> et Mankiw<sup>2</sup> ont mis en avant le concept de l'information asymétrique pour expliquer l'apparition de crises financières. Selon eux, l'aléa moral et la sélection adverse peuvent, au-delà d'un certain niveau, entraîner une rupture des canaux d'intermédiation. Ces deux phénomènes peuvent en effet rendre très opaque l'information sur la qualité des débiteurs dont disposent les banques. Il peut en résulter un véritable rationnement du crédit, dont peuvent souffrir les débiteurs les plus solvables, même lorsqu'ils sont disposés à supporter des conditions de taux d'intérêt rentables pour les établissements de crédit. C'est d'ailleurs à une telle situation que Mishkin (1991) se réfère à travers sa définition d'une crise financière : « *Une crise financière est une perturbation des marchés financiers qui exacerbe les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral, empêchant ainsi les marchés financiers d'allouer efficacement des fonds là où les opportunités d'investissement sont les plus rentables* ».

En analysant l'anatomie de diverses crises financières américaines, Mishkin a mis plus particu-

lièrement en évidence trois catégories d'indicateurs qui sont souvent réunis lorsque s'amorce une crise financière. Il s'agit de la détérioration des capacités de remboursement des emprunts, de la hausse des taux d'intérêt réels et de la volatilité des prix des actifs.

Le premier facteur s'inscrit directement dans le cadre du métier de banquier. Du fait des relations privilégiées qu'ils entretiennent avec leur clientèle et à la faveur du savoir-faire accumulé, les établissements de crédit présentent un avantage comparatif décisif en matière de gestion du risque de crédit, qui leur permet de pallier les problèmes d'information asymétrique. Cet avantage peut cependant s'estomper dans un environnement devenu plus instable. Ainsi, un accroissement des faillites ou, à l'inverse, une multiplication des créations de petites entreprises distend le lien entre les banques et leurs emprunteurs<sup>3</sup>. Dans le même ordre d'idées, des inflexions économiques non anticipées, telles un ralentissement économique ou une brusque augmentation de l'inflation, peuvent renforcer les risques d'insolvabilité des particuliers et des sociétés, car elles exposent soudainement les emprunteurs à un environnement très différent de celui qui prévalait lorsque le prêt a été accordé.

Une hausse des taux d'intérêt réels constitue le deuxième facteur d'instabilité financière identifié par Mishkin. Ce déterminant fondamental opère à un double niveau. D'une part, des taux réels plus élevés ne peuvent être supportés que par les emprunteurs dont les projets d'investissement sont suffisamment rentables. Or cette rentabilité importante va généralement de pair avec

<sup>1</sup> Mishkin Frederic S., *Anatomy of a Financial Crisis*, NBER Working Paper n° 3934, December 1991. Mishkin Frederic S., *Preventing Financial Crises : An Economic Perspective*, The Manchester School of Economic and Social Studies, 1994, pp. 1-40.

<sup>2</sup> Mankiw N. Gregory, *The Allocation of Credit and Financial Collapse*, NBER Working Paper n° 1786, January 1986.

<sup>3</sup> En outre, les entreprises menacées de faillites et les entreprises nouvelles se caractérisent par une fragilité intrinsèque qui accroît le risque de crédit.



un profil de risque accru. D'autre part, les emprunteurs les plus solides sont victimes d'une évidente discrimination lorsque les banques, incapables d'évaluer les profils de risque individuels, imposent des conditions d'emprunt uniformes à leur clientèle. En exacerbant cette discrimination, une hausse du taux réel va inciter les agents les plus solvables à quitter le marché.

Le troisième indicateur, à savoir une augmentation de la volatilité du prix des actifs, s'apparente davantage aux risques de marché. Son influence s'exerce par l'intermédiaire des garanties d'emprunts, dont l'existence permet de pallier les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse. La perte des garanties, qui constitue la pénalité associée au défaut, devient moins dissuasive lorsque cette garantie diminue de valeur. En outre, elle réduit la protection dont bénéficient les banques pour se prémunir des risques de crédit.

Les banques ne sont pas seulement des victimes potentielles de l'aléa moral et de la sélection adverse. Elles peuvent également tirer parti de ces mécanismes. En cas de difficultés, à la suite d'une détérioration des capacités de remboursement de leurs clients ou d'une baisse de la valeur de marché de leur portefeuille de valeurs mobilières, certaines banques peuvent être tentées de se lancer dans des activités plus ris-

quées en une sorte de « pari pour la survie ». La crise des caisses d'épargne aux Etats-Unis au milieu des années quatre-vingt a été associée à un tel phénomène, ces institutions ayant parfois sciemment procédé à une sélection adverse de créances très rentables, mais également fort risquées.

De même, la perception, par les banques, de l'existence de garantie implicite, en vertu par exemple du principe « too big to fail », ou encore un système de garantie de dépôts trop généreux pourraient inciter certains établissements de crédit à privilégier des investissements excessivement risqués.

Enfin, des mécanismes identiques d'aléa moral et de sélection adverse sont susceptibles d'étendre à l'ensemble du secteur bancaire les problèmes créés à l'origine par certains établissements individuels. D'une part, les déposants, qui ne sont généralement pas en mesure de procéder à une différenciation entre les établissements de crédit, seront incités à procéder à un retrait massif de leurs dépôts, de peur d'être à leur tour victime d'une sélection adverse. D'autre part, l'existence de chaînes de créances et dettes entre établissements financiers pourrait accentuer l'aléa moral si elle renforce, au sein du secteur bancaire, la présomption d'une intervention du prêteur en dernier ressort.

**TABEAU 2 – VENTILATION PAR SECTEUR RESIDENT DES ACTIFS DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT**

(encours à la fin de 1997, pourcentages du total des actifs sur des contreparties résidentes)

	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas	Royaume-Uni	Moyenne des 4 pays étrangers <sup>1</sup>
Particuliers .....	18,9	30,1	20,3	40,3	41,4	33,0
Sociétés .....	20,5	20,0	24,5	35,7	19,8	25,0
Pouvoirs publics .....	40,9	16,7	10,2	15,3	2,9	11,3
Établissements de crédit .....	19,7	33,2	44,9	8,7	35,8	30,7
Total .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources : BCE, BNB.

<sup>1</sup> Moyenne non pondérée.

## 2. RISQUES DE CREDIT

Les risques de crédit supportés par les banques belges sont tributaires de la structure par contrepartie des actifs. Celle-ci se distingue de celle des banques étrangères par l'importance des créances sur les pouvoirs publics. Alors que les actifs sur ces derniers ne représentent en moyenne que 11,3 p.c. de l'ensemble des avoirs sur les secteurs intérieurs pour les banques allemandes, françaises, néerlandaises et britanniques, les banques belges détiennent en effet 40,9 p.c. de leurs actifs sous cette forme.

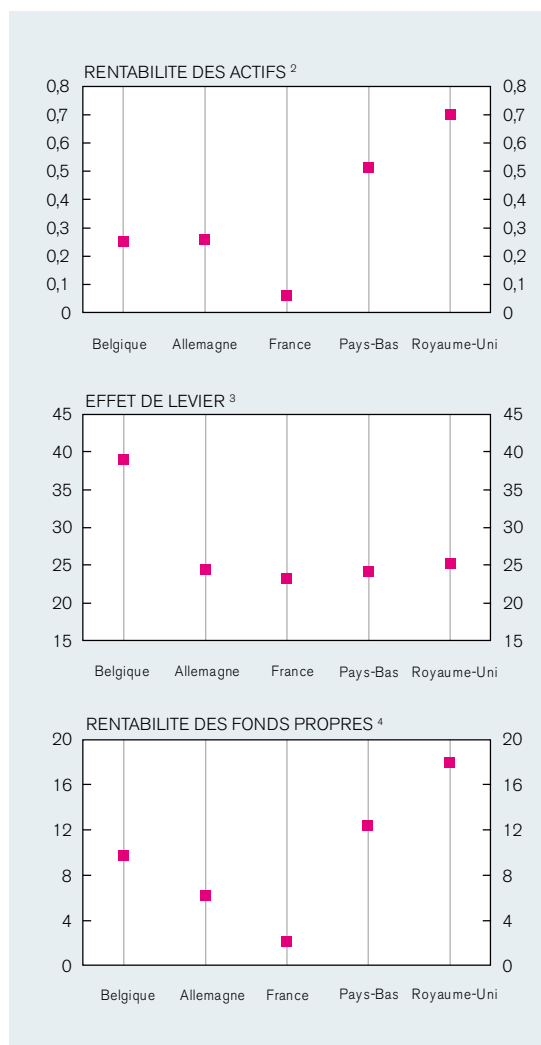
Cette prépondérance des actifs sur les pouvoirs publics contribue à atténuer les risques de crédit. Elle a en effet pour contrepartie une part relative plus faible des avoirs sur les autres secteurs intérieurs, qui entraînent davantage de risques. Ainsi, les créances sur les sociétés, qui sont examinées à la section 2.1, représentent 20,5 p.c. des actifs domestiques des banques belges, alors que la proportion dans les quatre pays voisins s'établit à 25 p.c. De même, les avoirs sur les particuliers, qui font l'objet d'une analyse détaillée à la section 2.2, correspondent à 18,9 p.c., contre 33 p.c. en moyenne dans les quatre pays voisins.

Si elle est favorable en termes de risques de crédit, cette structure présente en revanche certains inconvénients en termes de développement stratégique. En effet, l'importance réduite des actifs sur les particuliers et les sociétés a permis aux banques belges de se contenter d'un niveau de fonds propres plus faible. Elles ont ainsi préservé une rentabilité sur fonds propres assez comparable à celle des pays voisins, en dépit du niveau assez bas de la rentabilité de leurs actifs. A terme, cette faiblesse en fonds propres pourrait gêner les possibilités de développement, par les banques belges, d'opérations avec une clientèle privée requérant davantage de couverture en capital.

Enfin, les banques belges se caractérisent par l'importance relative de leurs créances sur le

GRAPHIQUE 1 — INDICATEURS DE LA RENTABILITE DES BANQUES<sup>1</sup>

(pourcentages moyens pour les années 1993 à 1997)



Source : OCDE.

<sup>1</sup> Ensemble des banques, sauf pour le Royaume-Uni, où seules les banques commerciales sont reprises. Les chiffres pour la France ont été corrigés afin de ne pas tenir compte, en 1994, d'une grande banque française qui enregistrait une perte très importante.

<sup>2</sup> Bénéfice après impôt exprimé en pourcentage du total des actifs.

<sup>3</sup> Rapport entre le total des actifs et les fonds propres.

<sup>4</sup> Bénéfice après impôt exprimé en pourcentage des fonds propres.

reste du monde. Selon des statistiques de l'OCDE, celles-ci s'élevaient en effet, à la fin de 1997, à 43 p.c. du total bilantaire, contre seulement 20 à 25 p.c. en France, aux Pays-Bas et en Allemagne. Les risques spécifiques liés à cette catégorie d'actifs sont examinés à la section 2.3.

## 2.1 CREDITS AUX ENTREPRISES

Si, comme on l'a vu ci-dessus, les crédits aux entreprises ne constituent qu'une partie relativement limitée des actifs du secteur bancaire belge, ils représentent cependant une des composantes principales des risques de crédit courus par les banques. D'une part, ces créances peuvent être caractérisées par une assez forte concentration. En raison des liens privilégiés qu'elles établissent avec leur clientèle, les banques peuvent en effet être amenées à octroyer des montants importants à un nombre limité d'entreprises. D'autre part, il s'agit d'une clientèle hétérogène, de sorte que les opérations et procédures d'octroi de crédits ne sont guère susceptibles d'être standardisées. Par conséquent, un suivi individuel des risques s'impose. Toutefois, la collecte des informations nécessaires à cette fin peut être difficile. Les données sont souvent partielles et disponibles avec retard, plus particulièrement dans le cas des petites et moyennes entreprises, nombreuses en Belgique.

Cette section présente d'abord un aperçu général de l'évolution récente du risque de crédit sur les entreprises. Elle passe ensuite en revue la dimension sectorielle et conclut par un examen plus spécifique du secteur immobilier, compte tenu de la place particulière que ce dernier occupe dans le cadre du risque de crédit sur les entreprises.

### 2.1.1 Aperçu général de l'évolution récente du risque de crédit sur les entreprises

L'évolution des crédits bancaires aux entreprises dépend à la fois de la croissance globale de l'économie, qui conditionne en particulier le rythme des investissements, et des modifications dans la structure de financement des sociétés.

Ces dernières peuvent en effet faire appel à différentes sources de fonds. Elles peuvent recourir à l'autofinancement (mise en réserve des bénéfiques), procéder à des augmentations de

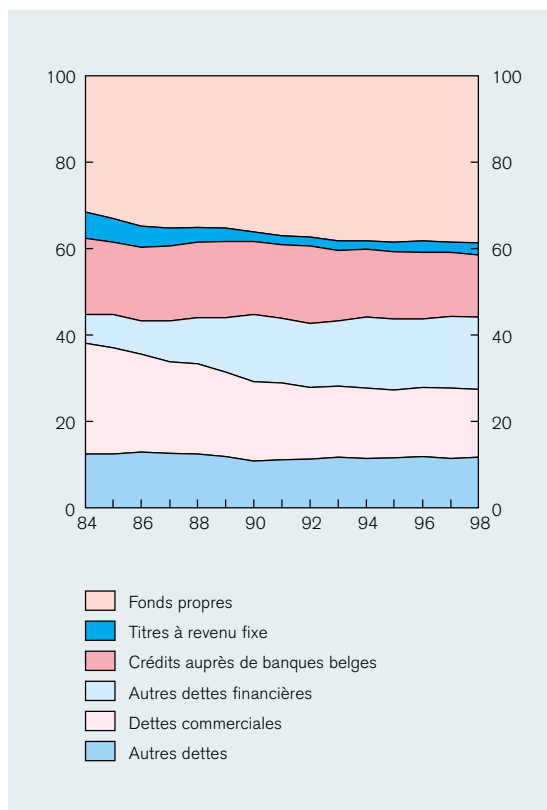
capital ou emprunter. Ces emprunts peuvent, à leur tour, prendre la forme de crédits bancaires ou d'émissions de titres à revenu fixe sur les marchés monétaire ou des capitaux. Il est enfin possible de faire appel à d'autres formes de financement que sont les transactions financières croisées entre les diverses entités d'un même groupe d'entreprises ou les dettes commerciales.

Les parts relatives de ces divers modes de financement ont assez fortement évolué au cours des dernières années. L'importance du capital et des réserves a constamment progressé depuis 1984. Cet accroissement du recours aux capitaux propres s'est naturellement opéré au détriment des fonds de tiers. Sous l'effet du recul de l'activité d'émission des entreprises publiques, le pourcentage, déjà très limité, des titres à revenu fixe s'est réduit de plus de la moitié durant la seconde partie des années quatre-vingt et cette évolution ne s'est que très partiellement infléchie à la suite du développement des billets de trésorerie. La réduction sensible des dettes commerciales s'inscrit sans doute dans le contexte d'une politique de gestion plus stricte menée par les fournisseurs en cette matière car il s'agit généralement d'une pratique assez coûteuse. Cette réduction a en grande partie été compensée par une augmentation des dettes financières non bancaires qui sont, pour l'essentiel, constituées d'emprunts auprès d'entreprises liées. Par solde, les crédits obtenus auprès des banques belges ont constamment diminué en importance, si on excepte la période de haute conjoncture des années 1987 à 1991, où la part relative de cette source de financement s'est stabilisée.

Ces glissements dans la structure de financement des entreprises se sont traduits par une nette réduction du ratio d'endettement, qui exprime le rapport entre les dettes, tant bancaires que non bancaires, et les fonds propres. Ce ratio est revenu de 2,2 en 1984 à 1,5 en 1998. Cette évolution est favorable pour les créanciers, parmi lesquels les banques, car elle indi-

GRAPHIQUE 2 — EVOLUTION DE LA STRUCTURE DE FINANCEMENT DES SOCIETES

(pourcentages du total)



Source : BNB.

que qu'une plus grande quantité de fonds propres est disponible pour couvrir un même montant de dettes.

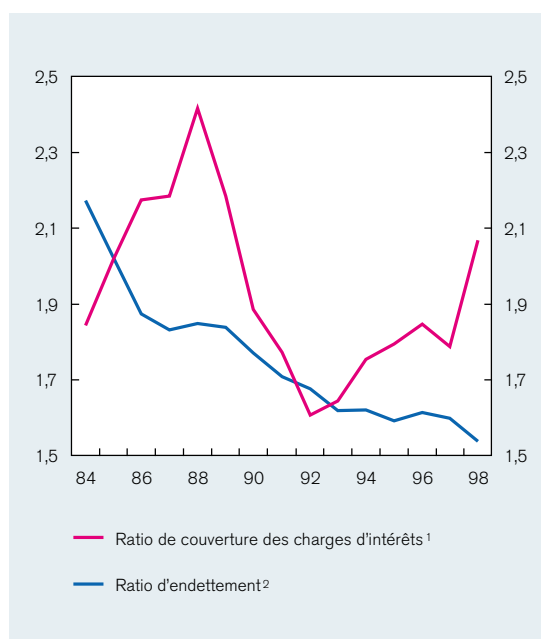
A elle seule, une bonne structure financière ne suffit toutefois pas pour assurer une protection adéquate contre le risque de crédit. Afin d'être à même de faire face à leurs charges financières, les entreprises doivent dégager un excédent d'exploitation. Le ratio de couverture des charges d'intérêts constitue à cet égard un complément utile au taux d'endettement. Il correspond au rapport entre, d'une part, le résultat net d'exploitation<sup>1</sup> augmenté des produits financiers et,

<sup>1</sup> Ce résultat net est obtenu après déduction des amortissements, qui doivent permettre d'assurer le remboursement du principal.

d'autre part, les charges financières. Ce ratio, qui présente l'avantage de réagir à la fois aux variations des bénéfices des entreprises et aux modifications des taux d'intérêt, exprime le nombre de fois que l'excédent d'exploitation couvre les charges financières. Il indique ainsi l'importance du surplus restant pour le paiement des impôts et des dividendes ainsi que l'éventuelle mise en réserve de bénéfices. Un ratio inférieur à l'unité agit comme un signal. Il signifie, en effet, que les charges d'intérêts excèdent les bénéfices et que le secteur des entreprises subit des pertes.

Le taux de couverture des charges d'intérêts suit un mouvement cyclique. Il s'est fortement accru de 1984 à 1988, pour atteindre un maximum de plus de 2,4 au cours de cette dernière année. Il a ensuite reculé pour revenir, en 1992, à un niveau où les résultats d'exploitation augmentés des recettes financières ne couvraient plus que 1,6 fois les charges financières.

GRAPHIQUE 3 — RATIO D'ENDETTEMENT ET RATIO DE COUVERTURE DES CHARGES D'INTERETS DES ENTREPRISES NON FINANCIERES



Source : BNB.

<sup>1</sup> Rapport entre le résultat net d'exploitation augmenté des produits financiers et les charges financières.

<sup>2</sup> Rapport entre l'ensemble des dettes, tant bancaires que non bancaires, et les fonds propres.

Depuis, ce ratio a de nouveau progressé, plus particulièrement en 1998, année au cours de laquelle il s'est élevé à près de 2,1.

Cet indicateur ne donne naturellement qu'une indication globale pour l'ensemble des entreprises et ne livre pas d'enseignement sur la dispersion entre sociétés individuelles. En termes de risques de crédit, une situation de baisse générale des profits n'est évidemment pas comparable à une situation où certaines entreprises stabilisent ou améliorent leurs bénéfices, tandis que d'autres enregistrent de lourdes pertes. De telles évolutions ne peuvent être détectées que par l'examen des données individuelles. Ce suivi des risques sur la base des informations comptables et, en particulier, du résultat bénéficiaire, est toutefois compliqué par la pratique de nombreuses entreprises qui cherchent à clôturer leurs comptes à peu près en équilibre, en particulier pour des motifs fiscaux.

Pour une entreprise, la conséquence ultime d'une rentabilité négative est la faillite. Les fail-

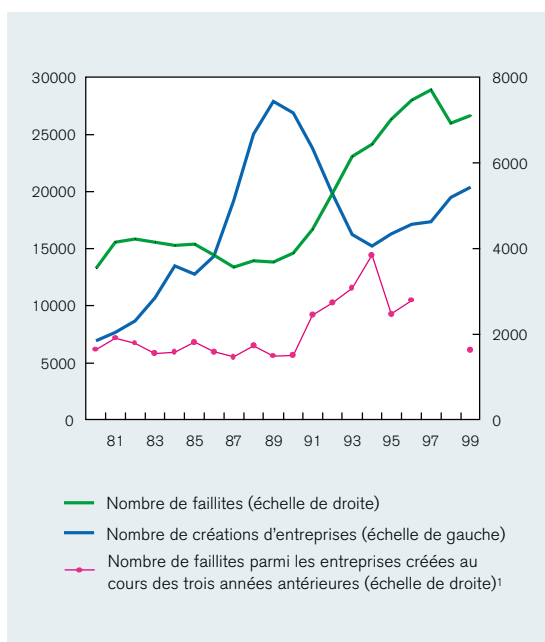
tes sont, pour les banques, une des sources principales des pertes de crédits même si ces dernières se produisent souvent avant les faillites proprement dites. En ce sens, l'évolution du nombre des faillites ne constitue pas un indicateur avancé des risques de pertes futures.

Les faillites enregistrent un profil cyclique dans la mesure où elles sont étroitement liées à l'évolution de l'activité économique. Cette caractéristique est souvent accentuée par les créations de nouvelles entreprises. Un pourcentage assez élevé de ces nouvelles sociétés sont en effet forcées de cesser leurs activités après seulement quelques années d'existence. On constate donc qu'un accroissement du nombre de créations de nouvelles sociétés, qui va souvent de pair avec une reprise économique, est suivi, avec un certain décalage, par une recrudescence des faillites.

Ces développements ont pu clairement être observés à la fin des années quatre-vingt et au début des années nonante. L'augmentation des créations d'entreprises, plus particulièrement prononcée entre 1985 et 1989, a donné lieu, à partir de 1991, à une forte progression des faillites de jeunes sociétés. A l'inverse, le net recul des créations de sociétés entre 1989 et 1994 a été suivi d'une forte diminution des faillites de nouvelles entreprises depuis 1994<sup>1</sup>.

Deux développements actuels, susceptibles d'affecter l'évolution future des risques de crédit, doivent retenir l'attention. La baisse récente des faillites de jeunes entreprises ne s'est pas accompagnée d'une réduction parallèle du nombre total des faillites. Ceci indique qu'un pourcentage croissant d'entreprises plus anciennes ont dû cesser leurs activités au cours de ces dernières années. L'inflexion enregistrée en 1998 n'est d'ailleurs pas liée à un renversement de

GRAPHIQUE 4 – FAILLITES ET CREATIONS D'ENTREPRISES



Source : Gerling Namur (Assurances du crédit).

<sup>1</sup> Les données relatives à 1997 et 1998 ne sont pas disponibles.

<sup>1</sup> Les données ne sont pas disponibles pour les années 1997 et 1998, mais le chiffre relatif à 1999 confirme la tendance qui s'était dessinée en 1995 et 1996.

tendance, mais à un changement de législation. La nouvelle loi sur les faillites est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1998 ; elle interdit la faillite d'office, ce qui s'est traduit par une forte baisse du nombre des faillites enregistrées au cours du premier trimestre de 1998.

Par ailleurs, les créations d'entreprises sont à nouveau en progression depuis 1994. Ceci pourrait provoquer au cours des années à venir une reprise des faillites au sein de ce créneau plus vulnérable. Pour le secteur bancaire, la solvabilité de ces nouvelles sociétés est plus difficile à apprécier, non seulement parce qu'il n'est pas possible, lors de l'évaluation, de s'appuyer sur les comptes de résultats des années précédentes, mais aussi parce qu'il s'agit parfois de produits, de services ou de marchés nouveaux. En outre, les entreprises nouvelles sont, en raison de leur plus grande fragilité, davantage affectées lors des replis de l'activité économique. Ceci plaide à la fois pour un suivi attentif des crédits accordés aux jeunes entreprises individuelles, mais aussi pour un examen régulier de la part que les crédits à de nouvelles entreprises représentent dans la croissance globale des crédits aux sociétés accordés par les banques.

### *2.1.2 Analyse sectorielle du risque de crédit sur les entreprises*

Un examen des indicateurs macroéconomiques relatifs au risque que court le secteur bancaire par le biais de l'octroi de crédits aux sociétés, doit se doubler d'une analyse sectorielle. Le risque de crédit peut en effet être aggravé par une concentration trop forte sur des secteurs déterminés, en particulier si ceux-ci sont relativement sensibles à la conjoncture.

Comme les données globalisées provenant des schémas comptables établis par les banques ne mentionnent pas de répartition sectorielle, il faut recourir à une autre source, à savoir la Centrale des crédits aux entreprises. Celle-ci recense les encours des crédits commerciaux et profession-

nels de plus de 1 million de francs, contractés par des personnes physiques et morales auprès des établissements de crédit belges.

Un premier mode d'évaluation de la concentration sectorielle des crédits consiste à comparer l'importance relative des diverses branches d'activité dans le total des crédits bancaires à leur importance relative dans l'économie, telle qu'elle découle de la valeur ajoutée. Sur la base des données relatives à l'année 1999, les deux séries de pourcentages ont des valeurs assez voisines. Ce n'est que dans l'agriculture et le commerce que la part relative des crédits bancaires est significativement plus grande que ce qui se justifierait sur la seule base de l'importance de ces branches dans la valeur ajoutée. Le fait que ces deux secteurs comportent un nombre assez important de personnes physiques, pour lesquelles les sources de financement autres que les crédits bancaires sont moins accessibles, constitue incontestablement un facteur d'explication. Au demeurant, dans les deux secteurs, le montant moyen des emprunts (respectivement 104.100 et 265.200 euros) est inférieur à la moyenne générale de 312.300 euros.

Le montant moyen des emprunts dans la construction, le secteur Horeca et celui des services aux ménages est également assez limité (inférieur, dans les trois cas, à 250.000 euros). Même dans les autres secteurs – industrie, immobilier, transports et communication, services aux entreprises – les montants restent relativement bas et n'atteignent jamais 1 million d'euros. Il convient par ailleurs de rappeler qu'une entreprise obtient souvent des crédits auprès de plusieurs banques, ce qui contribue à disperser le risque.

Pour être mise en perspective, l'exposition globale du secteur bancaire envers des secteurs déterminés doit être rapprochée de données relatives à la plus ou moins grande fragilité de ces divers secteurs. Il convient, ici aussi, de se référer à une autre source que les schémas comptables des banques, qui ne ventilent pas les provi-

TABLEAU 3 — ANALYSE DE LA REPARTITION SECTORIELLE DES CREDITS BANCAIRES AUX ENTREPRISES A LA FIN DE 1999

	Emprunts contractés en pourcentage du total des crédits aux entreprises	Valeur ajoutée en pourcentage du total	Montant moyen des emprunts contractés en milliers d'euros	Faillites en pourcentage du nombre total d'entreprises <sup>1</sup>	Ratio de couverture des charges d'intérêts <sup>1</sup>
Agriculture .....	4,2	1,6	104,1	0,28	0,6
Industrie .....	24,6	25,9	947,0	1,26	2,9
Construction .....	5,1	5,7	200,8	1,44	1,4
Commerce .....	23,2	14,1	265,2	1,59	1,3
Horeca .....	2,4	1,9	138,8	2,23	1,6
Transport et communication .....	7,0	8,5	629,6	2,07	1,3
Immobilier .....	9,4	10,0 <sup>2</sup>	535,5	1,14	0,8
Autres services aux entreprises .....	14,3	14,1 <sup>3</sup>	379,3	}	0,8
Autres services aux ménages .....	9,8	18,2	171,0		0,87
Total .....	100,0	100,0	312,3	1,35	1,8

Sources : Gerling Namur (Assurances du Crédit), ICN, BNB.

<sup>1</sup> Données relatives à 1997.

<sup>2</sup> Location de biens immobiliers propres.

<sup>3</sup> Autres activités immobilières et services aux entreprises.

sions ou les pertes de crédits par branche d'activité. Un premier indicateur est celui des faillites exprimées en pourcentage du nombre total d'entreprises. Pour l'ensemble des sociétés, ce pourcentage s'est élevé, en 1997, à 1,35 p.c. Les branches du transport et des communications et de l'Horeca dépassent assez sensiblement cette norme puisque le taux de faillites y excède 2 p.c. Il ne s'agit toutefois pas de branches pour lesquelles existe une forte concentration de crédits bancaires.

Un second indicateur est le ratio de couverture des charges d'intérêts. Il est intéressant de constater que ce ratio donne une image assez différente de celui du pourcentage des faillites. Le recours à l'écrêtement des résultats en vue de clôturer l'exercice avec des chiffres proches de l'équilibre ne s'opère sans doute pas à la même échelle dans tous les secteurs. Ceci pourrait expliquer la coexistence d'un pourcentage de faillites assez faible et d'un ratio de couverture inférieur à l'unité dans les branches de l'agriculture, des services aux entreprises et de l'immobilier. Ce dernier secteur fait l'objet d'un examen spécifique au point 2.1.3.

### 2.1.3 Secteur immobilier

Dans l'appréciation du risque de crédit aux entreprises, une attention spéciale est traditionnellement accordée au secteur de l'immobilier. Cet intérêt se justifie pour diverses raisons. L'immobilier est une branche d'activité très sensible, dans laquelle des fluctuations de prix importantes peuvent se produire. L'expérience de plusieurs pays étrangers montre que de brusques retournements de conjoncture dans l'immobilier peuvent se traduire par de graves difficultés, voire des crises dans le secteur bancaire. Ces problèmes ne concernent pas seulement les crédits hypothécaires aux particuliers, examinés à la section 2.2, mais également les crédits aux sociétés.

D'une part, les banques sont directement affectées, en cas de fortes fluctuations de la valeur des bâtiments non résidentiels, par le biais des crédits qu'elles accordent au secteur immobilier. Les données du tableau 3, qui font état d'une part de 9,4 p.c. de l'immobilier dans le total des crédits bancaires aux entreprises, ne montrent pas une exposition préoccupante des établissements de crédit belges dans ce secteur.

D'autre part, les variations de prix dans l'immobilier modifient la valeur des garanties hypothécaires obtenues par les banques en couverture d'une part importante de leurs crédits aux sociétés. Les données en provenance de la Centrale des bilans indiquent que près d'un cinquième de l'encours des dettes des entreprises non financières envers les établissements de crédit était garanti en 1997 par une sûreté réelle. Par ailleurs, ces sûretés constituées par les entreprises se composaient pour 40 p.c. d'hypothèques, le reste comprenant pour environ 45 p.c. des gages sur fonds de commerce et, pour quelque 15 p.c., des gages sur d'autres actifs.

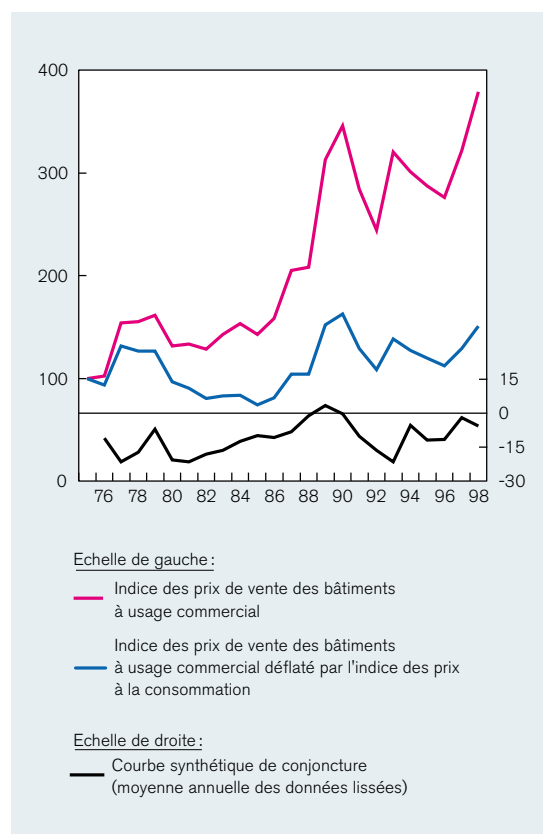
Entre 1975 et 1998, l'indice des prix de vente moyens des bâtiments à usage commercial, établi par l'INS sur la base d'une enquête auprès des notaires, est passé de 100 à 379. Cette évolution doit évidemment être replacée dans un contexte où l'ensemble des prix a enregistré de fortes augmentations. Si on déflate l'indice des prix de vente des bâtiments commerciaux par celui des prix à la consommation, l'indice, toujours en base 1975, atteignait 151 en 1998.

L'inflation a donc été relativement plus forte pour les biens immobiliers que pour les autres biens et services. Il ne s'agit toutefois pas d'une évolution spécifique à la Belgique. Davantage encore qu'au niveau général des prix, il convient d'être attentif aux variations annuelles qui, dans le passé, ont parfois été très prononcées. Celles-ci témoignent d'une assez grande sensibilité de l'immobilier non résidentiel à l'évolution conjoncturelle.

La faiblesse de la croissance à la fin des années septante et au début des années quatre-vingt s'est accompagnée d'une augmentation assez lente des prix de l'immobilier. Ceux-ci ont ensuite fortement augmenté durant la seconde moitié de la décennie passant de l'indice 143 en 1985 à 346 en 1990. Depuis cette date, l'évolution des prix de vente a été assez heurtée. L'indice est descendu à 245 en 1992, pour remonter à 321 en 1993, revenir à 276 en 1996 et grimper à

GRAPHIQUE 5 — PRIX DES BATIMENTS A USAGE COMMERCIAL

(indices 1975 = 100)



Sources : INS, MAE, BNB.

379 en 1998. En dépit de cette augmentation récente, l'indice des prix de vente déflaté par l'indice des prix à la consommation restait, à cette date, inférieur au niveau atteint en 1990.

## 2.2 CREDITS AUX PARTICULIERS

### 2.2.1 Aperçu général

Les risques liés à l'octroi de crédits aux particuliers sont, à plusieurs égards, d'une autre nature que ceux découlant des prêts accordés aux entreprises.

D'abord, comparativement à ces derniers, le montant moyen des crédits par emprunteur est



moins élevé. La répartition du total des crédits sur un plus grand nombre de débiteurs assure une plus grande diversification des risques encourus par les organismes prêteurs. En outre, les crédits aux particuliers sont constitués, dans une très large mesure, de prêts hypothécaires, pour lesquels les banques bénéficient de la garantie que constitue l'actif réel sous-jacent à cette forme d'endettement.

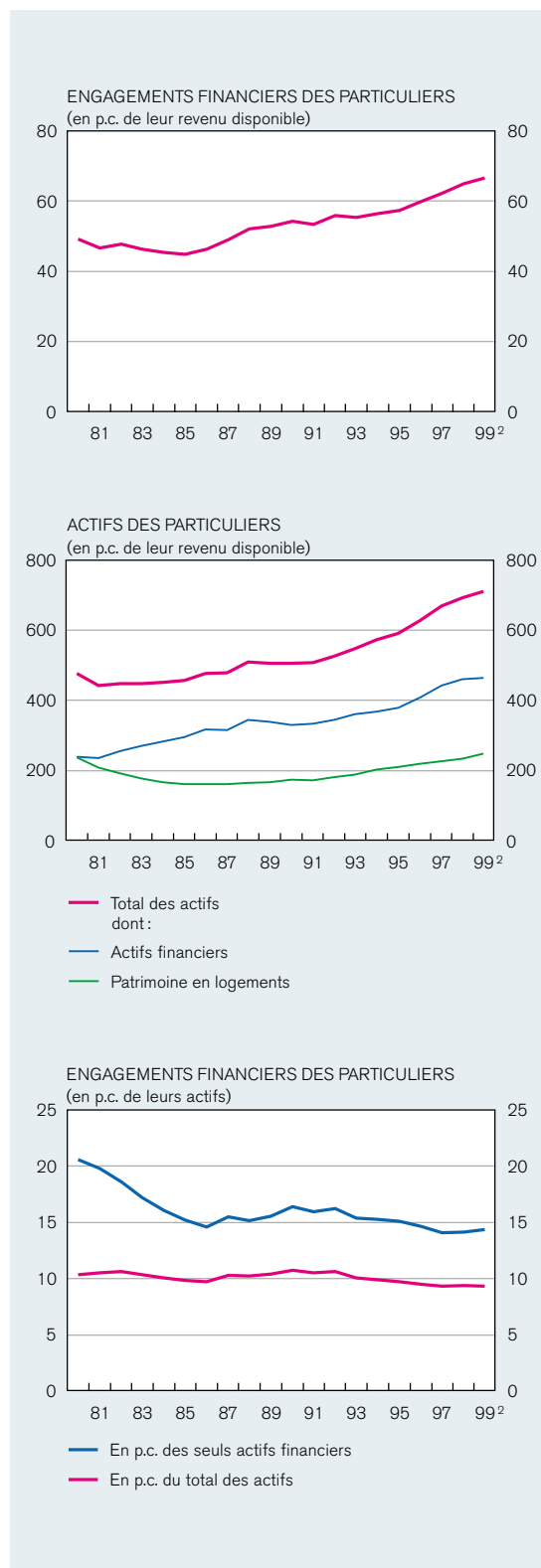
Ensuite, la gestion des risques liés aux crédits aux particuliers est davantage « standardisable ». Les facteurs aléatoires susceptibles de fragiliser la situation de cette catégorie de débiteurs sont en effet moins nombreux que dans le cas des crédits aux entreprises.

Une différence supplémentaire entre les crédits aux particuliers et ceux aux entreprises réside dans le fait que les pertes éventuelles qu'ils peuvent générer en cas de récession économique ne surviennent généralement pas au même moment. Les entreprises sont en effet les premières à subir les conséquences financières des difficultés économiques, les particuliers ne les supportant que dans un second temps, à la suite des pertes de revenus découlant de licenciements, mises en faillite etc.

Le revenu des ménages constitue effectivement un des principaux déterminants de la capacité d'endettement de ce secteur. Une augmentation des dettes en pourcentage du revenu disponible pourrait faire présager un accroissement des risques liés à l'endettement des ménages, qui seraient moins à même de faire face à leurs engagements. Ce serait de prime abord le cas en Belgique où, après avoir légèrement diminué durant la première moitié des années quatre-vingt, ce ratio s'est ensuite progressivement accru, passant de quelque 45 p.c. en 1985 à 67 p.c. en 1999<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Les chiffres cités dans cette partie, qui reposent en grande partie sur les comptes financiers sectoriels établis par la Banque, se rapportent aux particuliers et aux indépendants, bien que, dans le texte, il ne soit fait mention que des premiers. Les données relatives aux comptes financiers sont arrêtées à la fin de septembre 1999.

GRAPHIQUE 6 — RATIOS D'ENDETTEMENT DES PARTICULIERS<sup>1</sup>



Source : BNB.

<sup>1</sup> Y compris les indépendants.

<sup>2</sup> Données à la fin de septembre pour les actifs et les engagements financiers.

L'opinion selon laquelle cette hausse des engagements financiers des ménages par rapport au revenu disponible refléterait une détérioration de la capacité de remboursement de ce secteur doit cependant être nuancée, pour trois raisons.

Il convient d'abord de considérer l'évolution des actifs des ménages au cours de la période sous revue. L'endettement peut en effet s'inscrire dans le cadre d'une gestion d'ensemble du patrimoine, plus spécifiquement lorsqu'il est destiné à l'acquisition d'un logement. Or, il apparaît que le total des actifs des particuliers, comprenant aussi bien leurs actifs financiers que leur patrimoine en logements, a sensiblement augmenté depuis le début des années quatre-vingt. Le ratio des actifs au revenu disponible est en effet passé de quelque 480 p.c. en 1980 à plus de 700 p.c. en 1999, principalement sous l'impulsion de la hausse des actifs financiers. Après s'être réduit durant la première moitié des années quatre-vingt et s'être par la suite redressé, le patrimoine en logements, exprimé en pourcentage du revenu disponible, ne serait en effet pas très différent en 1999 de ce qu'il était en 1980.

La hausse simultanée des engagements et des actifs des particuliers s'est traduite par une relative stabilité du rapport entre ces deux grandeurs. Rapportés aux seuls actifs financiers, les engagements des particuliers se sont même réduits, passant de 20 à 15 p.c. entre 1980 et 1986. Depuis lors, ce ratio n'a que faiblement fluctué. Il faut cependant rappeler que ce ratio macroéconomique peut fournir une image biaisée de la solvabilité des ménages, dans la mesure où les particuliers les plus endettés ne sont, en règle générale, pas ceux qui détiennent une large proportion des actifs financiers. En outre, l'augmentation des actifs financiers des ménages a bénéficié de la hausse des cours de bourse, ce facteur n'exerçant aucune influence sur l'évolution des engagements des particuliers.

Une deuxième raison qui doit conduire à relativiser le constat initial selon lequel l'endettement

des particuliers s'est aggravé au fil du temps est que cet endettement reste plus limité en Belgique que dans le reste de l'UE. Exprimés en pourcentage du PIB, les engagements financiers des particuliers se chiffraient en 1998 à 41,4 p.c. en Belgique, ce qui constitue un niveau plus faible que celui observé dans les principaux pays voisins et inférieur de quelque 9 points à la moyenne européenne.

Enfin, le rapport entre les dettes et le revenu disponible ne permet pas de détecter l'incidence bénéfique que la baisse des taux a pu exercer sur la situation financière des ménages. La charge d'intérêts rapportée au revenu disponible des ménages, encore appelée « debt servicing ratio », a atteint un maximum de 5 p.c. en 1992 et 1993. Depuis lors, l'effet de la hausse de l'encours des engagements a été plus que compensé par l'incidence bénéfique de la chute des taux, de sorte que le « debt servicing ratio » des particuliers est passé sous la barre des 4 p.c. en 1998.

Alors que les indicateurs envisagés dans cette première partie se rapportaient à l'endettement des ménages indépendamment du type de crédit, la suite de l'analyse est consacrée plus spécifiquement à deux grandes catégories de crédits aux particuliers, à savoir les crédits à la consommation et les crédits hypothécaires.

TABLEAU 4 – ENDETTEMENT FINANCIER DES PARTICULIERS: COMPARAISON INTERNATIONALE

(pourcentages du PIB)

	Décembre 1992	Décembre 1998
Belgique .....	38,5	41,4
Allemagne .....	48,7	61,9
France .....	53,1	48,0
Pays-Bas .....	23,7	44,4
Royaume-Uni .....	77,0	74,6
<i>p.m. Moyenne de l'Union européenne</i> .....	47,0	50,5

Source: BCE.

### 2.2.2 Crédits à la consommation

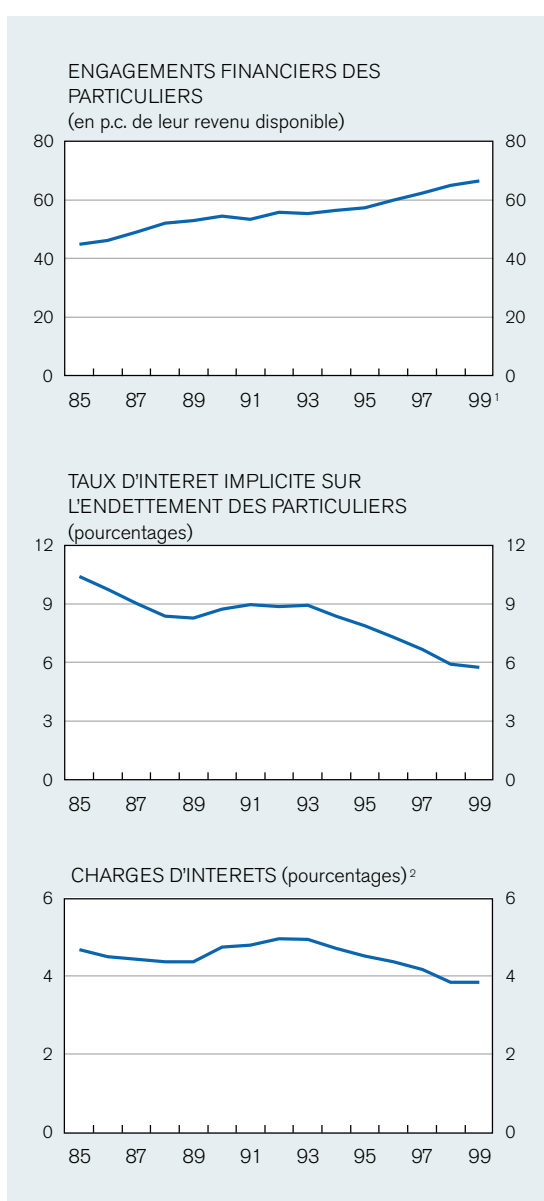
L'encours, à prix constants, des crédits à la consommation des particuliers auprès des établissements de crédit a clairement évolué en sens inverse du taux de chômage. La hausse de ce taux au début des années quatre-vingt s'est accompa-

gnée d'une contraction de l'encours des crédits exprimés à prix constants. Cet encours s'est ensuite assez fortement accru à partir de 1985, concomitamment à la baisse du taux de chômage entamée un an plus tôt. La dégradation de la conjoncture au début des années nonante est allée de pair avec une contraction des crédits, qui se sont à nouveau accrus à partir de 1997 sous l'effet d'une nouvelle amélioration conjoncturelle. Cette corrélation négative s'explique par le fait que les crédits à la consommation sont en grande partie destinés au financement de l'achat de biens de consommation durables dont l'évolution suit d'assez près le cycle économique.

La relation inverse entre l'encours des crédits à la consommation et le taux de chômage devrait a priori contribuer à réduire les risques encourus par les banques en cas de retournement conjoncturel.

Un tel constat doit toutefois être nuancé. D'une part, la réduction de l'encours des crédits à la consommation en cas de hausse du taux de chômage apparaît plus limitée que l'augmentation de cet encours en cas de baisse du taux de chômage, témoignant d'élasticités différentes à la baisse et à la hausse. D'autre part, par-delà l'influence de la conjoncture sur l'encours des crédits à la consommation, on remarque un mouvement plus structurel : la hausse ininterrompue du nombre de contrats non honorés qui, contrairement à l'encours des crédits, ne semble pas dépendre du cycle conjoncturel. Sur la base des données de la Centrale des crédits aux particuliers, le nombre de contrats enregistrés et non régularisés a augmenté, en moyenne annuelle, de 16 p.c. depuis 1988<sup>1</sup>. Au cours des

GRAPHIQUE 7 — CHARGES D'INTERETS DES PARTICULIERS



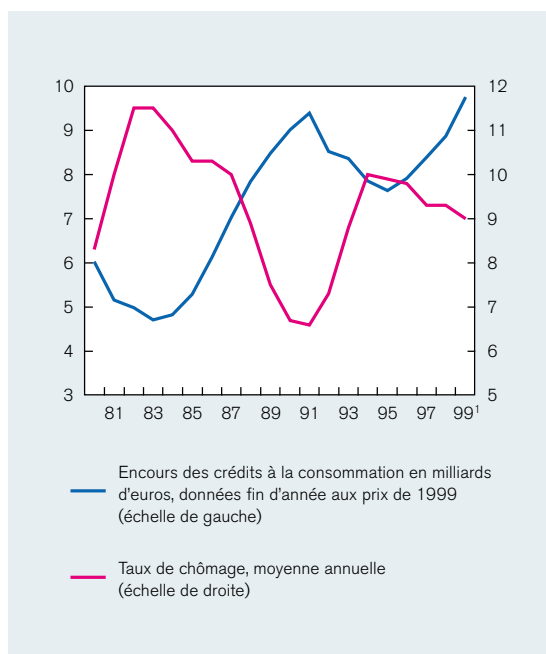
Sources : ICN, BNB.

<sup>1</sup> Données à la fin de septembre pour les engagements financiers.

<sup>2</sup> Charges d'intérêts supportées par les particuliers exprimées en pourcentage de leur revenu disponible.

<sup>1</sup> Cette hausse a été calculée en faisant abstraction de l'évolution enregistrée durant l'année 1993 et le premier semestre de 1994. Comme on peut l'observer au graphique 9, la croissance du nombre de contrats enregistrés a en effet été, au cours de cette période, artificiellement alimentée par l'extension du domaine d'enregistrement des défauts de paiement de la Centrale à toutes les formes de crédits à la consommation à des fins privées (non seulement les ventes à tempérament et les prêts personnels, mais aussi le crédit-bail et les ouvertures de crédit).

GRAPHIQUE 8 — CREDITS A LA CONSOMMATION ET TAUX DE CHOMAGE



Sources : CE, ICN, BNB.

<sup>1</sup> Données à la fin de septembre pour l'encours des crédits à la consommation.

quatre dernières années, la hausse a cependant été plus modérée, ne s'élevant qu'à environ 4,5 p.c. en moyenne par an.

Enfin, si les données de la Centrale des crédits aux particuliers concernant les arriérés des contrats non honorés sont confrontées à celles de l'INS relatives à l'encours des crédits à la consommation<sup>1</sup>, il en ressort une légère hausse tendancielle du montant des arriérés en pourcentage de l'encours des crédits. Ce ratio est ainsi progressivement passé de moins de 8 p.c. à la fin du premier semestre de 1994 à quelque 10 p.c. à partir de 1996.

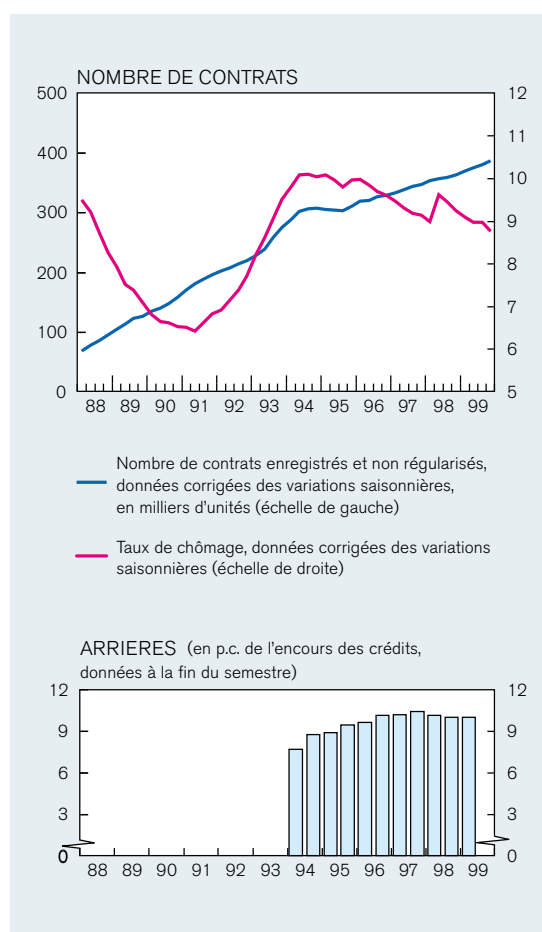
<sup>1</sup> Les données de l'INS sont utilisées ici de préférence aux données provenant des schémas comptables des banques, car le domaine d'enregistrement est comparable à celui des données de la Centrale des crédits aux particuliers (couverture de toutes les formes de crédits à la consommation octroyés non seulement par les établissements de crédit, mais aussi par tout prêteur agréé par la loi).

### 2.2.3 Crédits hypothécaires

Les crédits hypothécaires représentent de loin, par leur volume, la catégorie la plus importante des prêts aux particuliers. Ils se chiffraient à la fin de septembre 1999 à quelque 57 milliards d'euros.

Comme pour les crédits à la consommation, le revenu disponible des ménages constitue un important déterminant macroéconomique de la capacité de ce secteur à faire face à ces engagements. L'évolution comparée du revenu disponible et de l'encours des crédits hypothécaires témoigne de la plus ou moins grande capacité des emprunteurs à supporter la charge de leurs emprunts.

GRAPHIQUE 9 — CREDITS A LA CONSOMMATION : CONTRATS NON HONORES



Sources : INS, BNB.

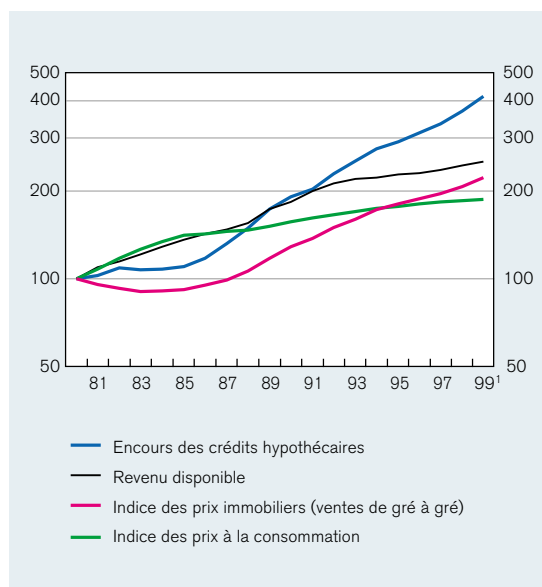
Toutefois, les crédits hypothécaires sont spécifiques dans la mesure où ils sont couverts par un gage. Cette caractéristique vient atténuer les risques encourus par le système financier. En cas de défaut de paiement, l'importance de la perte finale pour l'organisme prêteur dépendra étroitement de la valorisation de l'actif réel servant de garantie. L'évolution des prix sur le marché immobilier constitue, par conséquent, une seconde variable économique importante. Le niveau des taux d'intérêt est le troisième grand facteur qui influence le marché hypothécaire. D'une part, il conditionne le volume du marché par son incidence sur la décision d'acquiescer un logement et de souscrire un crédit hypothécaire. D'autre part, il affecte le risque couru par les banques, dans la mesure où les charges d'intérêts représentent une part importante de la charge globale de remboursement supportée par les emprunteurs. Les risques de fluctuation de ces charges à la suite des variations de taux ont eu tendance à s'accroître depuis quelques années en raison de l'introduction des prêts à taux variables.

Deux grandes sous-périodes peuvent être distinguées dans l'évolution du marché hypothécaire depuis 1980. Entre 1980 et 1985, l'encours des crédits s'est accru à un rythme très faible, de moins de 2 p.c. en moyenne par an. Le niveau élevé des taux a pesé sur le volume d'activité, tandis que les prix sur le marché se sont inscrits à la baisse. Depuis 1985, l'encours des crédits hypothécaires s'est fortement accru, progressant de 10 p.c. en moyenne par an. La baisse du coût du crédit a joué un rôle dans cette accélération, de même que la hausse des prix sur le marché immobilier. L'encours des crédits a dès lors augmenté beaucoup plus rapidement que le revenu disponible.

Si la divergence entre ces deux évolutions reflète apparemment un alourdissement des engagements financiers contractés par les ménages, cette constatation est à relativiser. D'une part, la valeur du patrimoine immobilier des particuliers s'est nettement accrue, sans qu'il faille toutefois

GRAPHIQUE 10 — PRETS HYPOTHECAIRES AUX PARTICULIERS

(indices 1980 = 100, échelle semi-logarithmique)



Sources : ICN, STADIM, BNB.

<sup>1</sup> Données à la fin de septembre pour l'encours des crédits hypothécaires.

craindre l'émergence prochaine d'une bulle spéculative. Les prix de l'immobilier avaient en effet stagné au début des années quatre-vingt, de sorte que leur hausse ultérieure correspond en grande partie à un rattrapage par rapport à l'évolution générale des prix à la consommation. D'autre part, les ménages emprunteurs ont bénéficié de la baisse des taux d'intérêt, si bien que l'alourdissement des charges d'amortissement des emprunts hypothécaires a été compensé par un allègement relatif des charges d'intérêts. Ce dernier se reflète dans la baisse, déjà évoquée, du « debt servicing ratio ».

Afin de profiter pleinement de la réduction des taux, les ménages n'ont d'ailleurs pas hésité à renégocier leurs emprunts. Au cours de la période 1997-1999, environ 27 p.c. du montant des crédits hypothécaires octroyés étaient destinés à de telles opérations de refinancement d'emprunts existants.

## 2.3 CREDITS AU RESTE DU MONDE

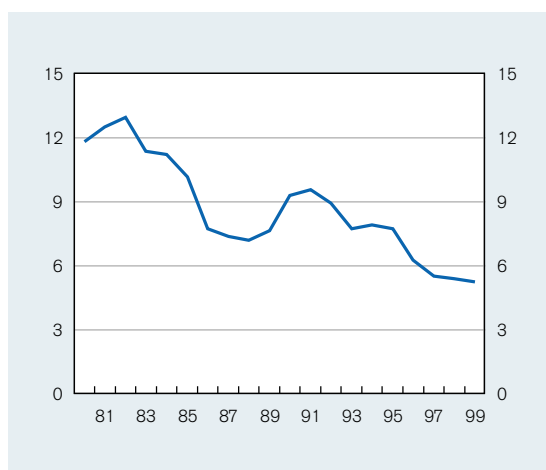
### 2.3.1 Aperçu général

Les opérations conclues avec le reste du monde représentent une part très importante de l'activité des banques belges. Leur ampleur varie toutefois sensiblement selon la statistique utilisée pour les évaluer. Au 30 septembre 1999, l'encours global des avoirs extérieurs des établissements de crédit s'élevait à 292 milliards d'euros, soit 40,8 p.c. des créances évaluées sur une base territoriale ; sur une base consolidée, les créances sur le reste du monde atteignaient un encours de 501 milliards, équivalant à 53,5 p.c. des actifs totaux sur cette base. Cette progression reflète l'intégration, dans la définition de la base consolidée<sup>1</sup>, de l'activité des succursales et des filiales étrangères des banques de droit belge. Les sièges à l'étranger réalisent l'essentiel de leur activité avec le reste du monde, ce qui explique l'augmentation sensible de la pro-

<sup>1</sup> Dans le cas des banques étrangères, seules les activités des succursales et filiales établies en Belgique sont prises en compte, tant pour la base territoriale que pour la base consolidée.

GRAPHIQUE 11 — TAUX NOMINAL DES PRETS HYPOTHECAIRES

(pourcentages annuels)<sup>1</sup>



Source : BNB.

<sup>1</sup> Moyenne annuelle de taux fin de mois.

portion de créances internationales lors de leur prise en compte. La fonction de prestation d'activités supplémentaires de ces sièges étrangers apparaît plus clairement quand on distingue les principales catégories d'actifs. La proportion de créances interbancaires dans les avoirs sur le reste du monde est très élevée, de l'ordre de 75 p.c., et ne diffère guère suivant les deux bases ; les opérations interbancaires peuvent en effet être aisément centralisées en Belgique. En revanche, la part du reste du monde dans les créances sur la clientèle varie quasiment du simple au triple (13,9 contre 39,4 p.c.), selon que l'on considère la base territoriale ou la base consolidée, ce qui démontre l'importance, voire la nécessité, de disposer d'implantations locales pour accéder à la clientèle étrangère.

L'internationalisation des activités s'inscrit dans un contexte de désintermédiation, qui pèse sur les possibilités de développement intérieur des banques dans la plupart des pays industrialisés. Ce processus conduit à l'exacerbation de la concurrence entre établissements de crédit pour la conquête de nouvelles parts de marché ou de nouveaux marchés et, dans un autre registre, à la rationalisation des banques afin de mieux maîtriser les coûts de production. L'établissement de sièges à l'étranger répond parfaitement à ces deux tendances. D'une part, ils donnent accès à des marchés en croissance, non encore saturés, et, d'autre part, ils valorisent les ressources administratives du siège central.

La part croissante du reste du monde dans la répartition géographique des actifs détenus par les banques belges témoigne de l'implication de celles-ci dans le processus d'internationalisation, même si cette évolution s'explique aussi en partie par les variations des cours de change, notamment du dollar, qui s'est apprécié vis-à-vis de l'euro au cours de la période récente ; la part des actifs en monnaies étrangères est en effet proportionnellement plus importante dans les créances sur le reste du monde que sur la Belgique. Il n'en demeure pas moins que le développement des activités internationales des

TABLEAU 5 — EVOLUTION DES ACTIFS DES  
ETABLISSEMENTS DE CREDIT AVEC LE RESTE  
DU MONDE

(encours en fin de période, pourcentages du total de la catégorie  
d'actifs)

	Base territoriale	Base consolidée
Créances interbancaires		
1994 .....	74,4	75,1
septembre 1999 .....	72,0	76,8
Créances sur la clientèle		
1994 .....	11,8	20,7
septembre 1999 .....	13,9	39,4
Valeurs mobilières		
1994 .....	19,4	24,9
septembre 1999 .....	40,3	52,4
Total du bilan <sup>1</sup>		
1994 .....	35,0	40,2
septembre 1999 .....	40,8	53,5

Source : BNB.

<sup>1</sup> Outre les créances interbancaires, sur la clientèle et les valeurs mobilières, le total du bilan comprend les immobilisations financières et les «autres actifs».

banques belges a été considérable au cours des dernières années. Ainsi, alors que leurs actifs sur la Belgique ont progressé de 15 p.c. entre décembre 1994 et septembre 1999, leurs créances sur le reste du monde ont quasiment doublé, augmentant de 96 p.c. au cours de cette période.

L'ampleur et le rythme de croissance des opérations internationales des banques belges imposent un suivi d'autant plus attentif des risques qui y sont liés. A priori, ces opérations comportent des risques de crédit et de marché identiques à ceux qui sont envisagés aux sections 2.1 et 2.2 pour les activités intérieures. Toutefois, l'instabilité sociale, juridique ou politique qui prévaut dans certains pays étrangers amène à prendre en compte un risque spécifique supplémentaire, le risque pays. Une trop grande concentration d'activité sur un nombre restreint de pays est susceptible d'engendrer un risque systémique, car la défaillance simultanée de débiteurs d'un même pays peut affecter la stabilité des systèmes bancaires.

La notion de risque pays n'est pas aisée à définir et doit être distinguée du risque de crédit sur un groupe de débiteurs d'un pays étranger. Si on se réfère à la définition du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le risque pays implique qu'un emprunteur souverain soit dans l'incapacité ou ne veuille pas honorer ses engagements extérieurs et, par extension, que les autres emprunteurs du pays ne soient pas à même de rembourser leurs dettes envers le reste du monde, pour des raisons dépassant les risques habituellement liés à toute opération de financement. Les situations visées concernent des nationalisations, des contrôles de change ou toute autre restriction légale. En ce sens, en 1997, il était erroné de parler de risque pays dans le cas de certains pays industrialisés, comme le Japon. Les banques belges n'y encourageaient en effet pas un risque pays, mais un risque lié à une concentration de crédits sur un groupe de débiteurs en difficulté (les banques japonaises).

Par-delà cette distinction sémantique, deux autres éléments peuvent compliquer l'interprétation des données relatives aux risques liés à la répartition géographique des créances. D'une part, il ne faut pas tenir compte du risque « à l'origine », c'est-à-dire du pays de la contrepartie immédiate, mais du risque « ultime » après transfert éventuel sur un tiers résidant dans un autre pays (cas, par exemple, d'une créance sur une banque russe garantie par une maison mère allemande). D'autre part, il faudrait pouvoir prendre en compte l'existence de garanties réelles.

A la fin de chaque trimestre les banques belges sont tenues de fournir à la Commission bancaire et financière une statistique sur une base consolidée comprenant une répartition avant et après transferts de risque de leurs créances extérieures. Ces transferts reviennent à reporter, d'une part, les prêts interbancaires octroyés à des succursales ou filiales de banques au pays d'origine de la maison mère et, d'autre part, les prêts garantis au pays de l'institution ayant accordé cette garantie (y compris, pour la Belgique, le Ducroire).

### 2.3.2 Répartition géographique globale des créances extérieures

Les données utilisées sont celles établies sur la base consolidée. Elles ne comprennent cependant pas les opérations internationales des succursales belges de banques étrangères. Les dernières statistiques disponibles correspondent à la situation à la fin de septembre 1999. Sur cette base, la répartition des activités internationales des banques belges apparaît assez conforme aux attentes.

A cette date en effet, les créances sur des résidents des pays membres de l'Union européenne représentaient près des trois quarts du total des actifs extérieurs sur une base consolidée. L'essentiel de ces créances porte sur des contreparties établies dans les pays limitrophes (Pays-Bas, France, Allemagne et Luxembourg), qui constituent l'aire de développement international privilégiée des banques belges. Les opé-

rations conclues avec des résidents de ces quatre pays s'élevaient à quelque 193 milliards d'euros à la fin de septembre 1999, soit 42 p.c. du total de l'activité internationale des banques belges.

L'important volume d'opérations que draine la place financière de Londres explique quasiment à lui seul le deuxième rang occupé par le Royaume-Uni (15,9 p.c.), après les Pays-Bas (16,2 p.c.), parmi les pays de contrepartie. En effet, 71 p.c. des créances des banques belges sur le Royaume-Uni correspondent à des transactions interbancaires, alors que tous pays confondus la part moyenne de ces opérations est de 47 p.c.

Les actifs des établissements de crédit belges ayant pour contrepartie des résidents des Etats-Unis sont proportionnellement très élevés. Ils représentaient 12,2 p.c. du total des avoirs extérieurs à la fin de septembre 1999, ce qui plaçait les Etats-Unis au troisième rang des dé-

TABLEAU 6 – REPARTITION GEOGRAPHIQUE DES CREANCES EXTERIEURES DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT BELGES<sup>1</sup>

(encours à la fin de septembre 1999 sur une base consolidée, milliards d'euros)

	Actifs sur l'étranger, y compris les opérations locales <sup>2</sup>	Idem en p.c.	Actifs totaux sur l'étranger, y compris les opérations locales, après transferts de risque	Transferts de risque <sup>3</sup>
Europe <sup>4</sup> .....	355,4	77,3	344,8	-10,7
Union européenne <sup>4</sup> .....	339,0	73,8	325,5	-13,4
Europe centrale et orientale .....	5,1	1,1	4,9	-0,2
Autres pays européens .....	11,4	2,5	14,3	3,0
Amérique du Nord .....	59,5	12,9	64,3	4,8
Asie et Océanie .....	25,2	5,5	22,0	-3,3
Amérique latine .....	13,5	2,9	10,6	-2,9
Afrique et Moyen Orient .....	3,9	0,8	3,4	-0,5
Institutions internationales et créances non ventilées	1,9	0,4	2,0	0,1
Total .....	459,5	100,0	447,0	-12,6
p.m. Centres offshore .....	18,7	4,1	12,3	-6,4

Source: BNB.

<sup>1</sup> A l'exclusion des opérations des succursales belges de banques étrangères.

<sup>2</sup> Opérations locales en monnaie locale des sièges étrangers et des filiales étrangères des banques belges.

<sup>3</sup> Un signe négatif indique une diminution des créances après transferts sur cette zone, un signe positif, une augmentation.

<sup>4</sup> A l'exclusion de la Belgique, puisqu'il s'agit de créances extérieures.



biteurs des banques belges, avant la France (10 p.c.) et l'Allemagne (9,7 p.c.).

Les créances sur l'Asie et les pays de la zone du Pacifique sont nettement moins importantes (5,5 p.c. du total). Cette faiblesse relative est notamment la conséquence de la crise qui a affecté le Japon et plusieurs pays du Sud-Est asiatique pendant les dernières années. Les établissements de crédit belges, qui entretenaient des relations suivies avec ces pays, ont progressivement dénoué leurs positions, de sorte que les créances sur le Japon ne représentaient plus que 0,7 p.c. des avoirs extérieurs des banques à la fin de septembre 1999. Si l'on excepte l'Australie, les principales contreparties des banques belges sur cette zone sont désormais localisées dans des centres financiers offshore comme Hong Kong et Singapour.

Les relations financières avec les autres régions du globe sont plus réduites encore. Les créances sur l'Amérique latine représentent en fait moins de 3 p.c. du total, les opérations avec les îles Cayman (centre offshore) constituant à elles seules le tiers de ce montant. La récente crise financière des pays émergents est en partie à l'origine du tassement des créances sur cette zone, comme du faible volume d'activité des établissements de crédit belges avec les pays d'Europe centrale et orientale, qui ne mobilisent que 1 p.c. de leurs actifs étrangers.

Les statistiques disponibles permettent également d'établir une répartition géographique des créances après transferts de risque du pays de contrepartie immédiate au pays du tiers (maison mère ou autre) garantissant les engagements du débiteur immédiat. On distingue ainsi le risque pays à l'origine du risque pays ultime. Si elle améliore l'évaluation du risque pays des créances du secteur bancaire, cette distinction ne suffit pas nécessairement pour apprécier le risque « réel » du crédit, qui suppose que l'on tienne aussi compte de l'existence de garanties réelles (immeubles, titres, dépôts, ...) détenues en dehors des pays d'origine ou de transfert.

Une part de ces transferts de risque est opérée sur des contreparties belges (notamment le Ducroire), ce qui explique le dégonflement global, de 460 à 447 milliards d'euros, des actifs sur le reste du monde avant et après transfert du risque pays.

Pour le reste, les transferts de risque ne modifient pas sensiblement la structure par contrepartie des actifs extérieurs des établissements de crédit belges. On note une diminution des créances sur la plupart des zones, à l'exception des autres pays européens, de l'Amérique du Nord et des institutions internationales. Dans les deux premiers cas, il faut y voir la conséquence des garanties accordées par des maisons mères suisses et américaines sur les crédits consentis à leurs filiales établies dans d'autres pays.

Une part des créances extérieures des banques belges, avant transferts, est concentrée dans les centres financiers offshore. Il s'agit principalement de crédits interbancaires accordés à des filiales d'établissements de crédit originaires d'autres régions, comme en témoigne le dégonflement des encours sur ce groupe de pays après les transferts de risque. Ces centres offshore sont surtout localisés en Asie et en Amérique du Sud et expliquent en grande partie l'exposition globale des banques belges sur ces deux parties du monde.

Les statistiques bancaires internationales, publiées par la BRI, évaluent à un peu plus de 4 p.c. la part de marché globale des établissements de crédit belges dans l'ensemble des financements bancaires recensés. Ces données permettent aussi de déterminer les zones de « spécialisation » des banques belges en comparant la structure géographique de leurs actifs à celle de l'ensemble des rapporteurs. Il en ressort que les banques belges ont une nette spécialisation géographique sur l'Europe occidentale et, dans une moindre mesure, sur l'Amérique du Nord. Inversement, l'activité des banques belges est proportionnellement moins importante en

Afrique, en Asie, en Amérique latine et en Europe centrale et orientale.

### 3. RISQUES DE MARCHÉ

Alors que les risques de crédit sont liés à la nature de la contrepartie, les risques de marché sont fonction du type d'actifs traités. On peut distinguer trois grandes catégories de risques de marché :

- le risque de taux qui concerne plus directement les actifs et passifs à revenu fixe ;
- le risque de change lié aux opérations en devises ;
- le risque de variation des prix des actifs à revenu variable (actions et biens immobiliers).

Ces trois risques ne sont évidemment pas indépendants. Les actifs financiers tant à revenu fixe qu'à revenu variable peuvent être libellés en diverses devises ; les cours des actifs à revenu variable sont fortement influencés par l'évolution des taux d'intérêt. Dans ce chapitre, les trois

grands risques de marché sont toutefois examinés séparément. Une première section analysera le risque de taux sur les opérations en euro, tandis qu'une seconde section traite des risques de change et de variation des cours des actifs à revenu variable<sup>1</sup>.

#### 3.1 RISQUE DE TAUX D'INTÉRÊT

##### 3.1.1 Positions par échéance des banques belges

Les opérations de transformation d'échéances constituent une des principales activités des établissements de crédit belges. L'importance de cette fonction ressort clairement de la structure des positions nettes en euro des banques belges classées selon l'échéance de la prochaine adaptation des taux d'intérêt. Des passifs nets à très court terme servent à financer des actifs nets à plus de trois mois. Au surplus, l'écart positif entre les actifs et passifs à moyen et long terme apparaît, proportionnellement, d'autant plus grand que l'échéance est éloignée. Deux autres particularités peuvent être relevées.

Les banques belges recourent activement aux opérations hors bilan pour gérer leurs positions de taux. A la fin de septembre 1999, les produits dérivés servaient surtout à réduire le différentiel négatif entre les actifs et les passifs à un mois au plus et l'écart positif entre les emplois et les ressources d'une durée de 6 mois à 1 an et de 5 à 10 ans. Malgré ce recours aux produits dérivés, les positions nettes totales restaient importantes, plus particulièrement aux deux extrémités de la gamme des échéances.

Par ailleurs, une part significative des opérations figurant au bilan des établissements de crédit

**TABLEAU 7 – PART DES BANQUES BELGES DANS LE TOTAL DES CRÉANCES BANCAIRES EXTERIEURES RECENSEES PAR LA BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX**

(encours à la fin de juin 1999 des créances transfrontalières consolidées)

Zone de contrepartie	Part des banques belges (en pourcentage du total)
Europe occidentale .....	5,1
Amérique du Nord .....	4,4
Afrique .....	2,4
Asie .....	2,1
Amérique latine .....	1,6
Europe centrale et orientale	1,3
Total .....	4,2

Source : BRI.

<sup>1</sup> Les données utilisées dans ce chapitre sont établies sur une base sociale et se distinguent donc des données sur une base territoriale et de celles sur une base consolidée utilisées à la section 2.3. Contrairement aux données établies sur une base territoriale, elles comprennent les succursales à l'étranger des banques belges, mais, à l'inverse des données sur une base consolidée, elles n'incluent pas les filiales de ces banques.

belges est à durée indéterminée. A la fin de septembre 1999, les actifs n'ayant pas d'échéance fixe représentaient 86,7 milliards d'euros, soit 14,4 p.c. du total des actifs dans cette monnaie. Les données correspondantes pour les passifs étaient plus élevées encore, atteignant 161,5 milliards d'euros ou 27 p.c. du total. Il s'agissait, pour l'essentiel, des avances en compte courant, des actions détenues en portefeuille et des immobilisations à l'actif, ainsi que des capitaux propres, des provisions et fonds de prévoyance pour risques et, surtout, des dépôts d'épargne au passif. Cette dernière catégorie de ressources fait preuve d'une certaine stabilité que les banques essayent de préserver en offrant des primes de fidélité ou d'accroissement. Elle peut donc être utilisée pour couvrir des emplois à plus long terme. Ce type de financement n'est cependant pas exempt de risques. Même s'ils fluctuent généralement moins que les conditions appliquées aux dépôts à terme et aux bons de caisse, les taux des dépôts d'épargne peuvent, durant certaines périodes, évoluer très différemment des autres taux du marché. Le choix de la durée à appliquer aux dépôts d'épargne constitue ainsi une des variables clés

de la gestion des actifs et passifs (gestion ALM) des banques belges.

### 3.1.2 Evolution des taux d'intérêt

Les implications, pour les banques belges, de ces importantes positions nettes par termes doivent être appréciées à la lumière de l'évolution des taux. Celle-ci constitue à la fois une contrainte et une opportunité pour les établissements de crédit.

La structure des taux conditionne en effet les choix d'échéances opérés par les emprunteurs, d'une part, les investisseurs, de l'autre. Dans la mesure où ces préférences sont contradictoires et où les banques ont précisément pour fonction de les réconcilier, les décisions de la clientèle vont s'imposer aux banques. De ce point de vue, l'analyse macro-prudentielle offre un complément utile à un examen micro-prudentiel. Si ce dernier peut, au moyen de comparaisons avec des groupes de référence, mettre en exergue des comportements individuels très divergents de la moyenne, il ne suffit pas pour évaluer les

TABLEAU 8 – POSITIONS EN EURO DES BANQUES BELGES CLASSEES SELON L'ECHEANCE DE LA PROCHAINE ADAPTATION DES TAUX D'INTERET

(données en milliards d'euros sur une base sociale à la fin de septembre 1999)

Echéances	Actifs	Passifs	Positions nettes au bilan	Positions nettes hors bilan	Positions nettes totales
Indéterminée .....	86,7	161,5	-74,8	-1,3	-76,0
8 jours au plus .....	62,8	160,7	-97,9	13,0	-84,9
Plus de 8 jours à 1 mois au plus .....	37,7	57,7	-20,0	16,2	-3,7
Plus de 1 mois à 3 mois au plus .....	65,0	62,0	3,0	-3,2	-0,2
Plus de 3 mois à 6 mois au plus .....	59,1	44,3	14,8	2,1	16,8
Plus de 6 mois à 1 an au plus .....	68,2	38,5	29,7	-13,0	16,7
Plus de 1 an à 2 ans au plus .....	40,5	25,1	15,4	-4,2	11,2
Plus de 2 ans à 5 ans au plus .....	88,0	35,3	52,7	-7,6	45,1
Plus de 5 ans à 10 ans au plus .....	69,8	10,4	59,4	-12,2	47,2
Plus de 10 ans .....	23,7	1,2	22,5	3,6	26,1

Source : BNB.

effets d'une contrainte s'imposant à l'ensemble du secteur.

Une différenciation entre les taux à court et à long terme offre toutefois aussi des opportunités aux banques, car elle leur permet de rentabiliser leurs opérations de transformation d'échéances. C'est précisément la combinaison des profits et des risques associés à cette activité que les banques doivent gérer.

Très schématiquement, les variations de la courbe des rendements peuvent prendre deux grandes formes. Un mouvement général de l'ensemble des taux se traduira par un glissement de la courbe vers le bas ou vers le haut. Les incidences s'en feront essentiellement sentir par le biais de plus-values ou de moins-values en capital : une diminution (augmentation) des taux à long terme va accroître (réduire) la valeur de marché du portefeuille des valeurs mobilières détenues par les banques. En dehors de cet effet principal exercé sur les opérations conclues antérieurement (optique de liquidation), les conditions s'appliquant à l'activité future de transformation d'échéances (optique de continuité des opérations ou de « going concern ») vont toutefois aussi se modifier. Dans un premier stade, une baisse des taux réduira plus rapidement le coût

des ressources, qui sont surtout à court terme, que le rendement des emplois, qui sont davantage à long terme. Dans une seconde étape toutefois, ces effets positifs temporaires disparaissent, tandis que les banques voient diminuer la marge générée par les dépôts qui ne sont pas rémunérés ou qui le sont seulement à des conditions très inférieures à celles du marché.

Le second grand type de variations des taux consiste en une modification de la pente de la courbe des rendements. Ce changement affecte surtout l'activité de transformation. Si la courbe s'aplatit, les conversions de passifs à court terme en actifs à long terme deviennent moins rentables ; une évolution inverse est en revanche favorable pour la marge d'intermédiation. Les effets sur la valeur des portefeuilles (plus-values ou moins-values) seront, quant à eux, tributaires du segment de la courbe qui a provoqué le changement dans la pente. Ces effets seront importants en cas de variations des taux à long terme et faibles ou quasiment nuls si ce sont les taux à court terme qui se sont modifiés.

Entre décembre 1994 et décembre 1998, la courbe des rendements s'est fortement abaissée, tout en devenant plus plate. Cette dernière évolution s'est toutefois inversée en 1999, à la

TABLEAU 9 – EFFETS SCHEMATIQUES DES EVOLUTIONS DE TAUX D'INTERET SUR LA RENTABILITE DES BANQUES

Evolution des taux	Effets sur la rentabilité des banques	
	via les plus ou moins values en capital	via l'activité de transformation d'échéance
1) Baisse générale des taux .....	Positif	Positif dans l'immédiat Négatif ensuite
2) Hausse générale des taux .....	Négatif	Négatif dans l'immédiat Positif ensuite
3) Aplatissement de la courbe des rendements .....	Normalement positif <sup>1</sup>	Négatif
4) Accentuation de la courbe des rendements .....	Normalement négatif <sup>2</sup>	Positif

<sup>1</sup> Sauf si le mouvement résulte d'une hausse des taux courts.

<sup>2</sup> Sauf si le mouvement résulte d'une baisse des taux courts.

suite d'une remontée assez sensible des taux à long terme. Les deux sections suivantes examinent plus en détail les effets respectifs que ces mouvements de taux ont exercé sur la valeur de marché des portefeuilles de valeurs mobilières et sur l'activité de transformation d'échéances.

### 3.1.3 Incidences des variations récentes de taux sur la valeur de marché des portefeuilles de valeurs mobilières

En principe, les variations de taux d'intérêt affectent non seulement la valeur actualisée du portefeuille, mais également celle de l'ensemble des positions des établissements de crédit. Les modèles intégrés de gestion des risques de marché prennent donc en compte l'incidence que les variations de taux peuvent avoir sur la valeur actualisée de l'ensemble d'une banque. Cette approche revient à assimiler toutes les positions nettes à des titres de créances pour les soldes positifs et des titres de dettes pour les soldes négatifs. Cette approche reste évidem-

ment théorique, dans la mesure où les actifs et passifs autres que les valeurs mobilières ne sont généralement pas négociables sur un marché secondaire. Des techniques récentes, en particulier la titrisation, ont toutefois pour objectif de lever cette frontière entre les diverses catégories d'opérations.

Les caractéristiques des valeurs mobilières sont elles-mêmes différentes à l'actif et au passif. Les ressources que collectent les banques par émissions de titres se composent essentiellement de bons de caisse. Ceux-ci sont généralement conservés par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance, de sorte que la possibilité, pour les banques, de procéder à une gestion active de ces titres d'endettement est quasi inexistante. C'est donc essentiellement au travers de leur propre portefeuille de valeurs mobilières que les banques peuvent dégager d'éventuelles plus values en capital.

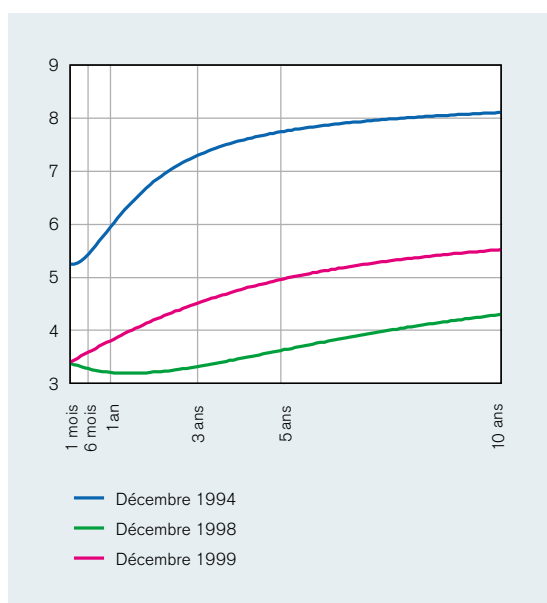
Ce portefeuille est très important dans le cas des banques belges puisque l'ensemble des valeurs mobilières représente pratiquement le quart du total du bilan. Une distinction doit toutefois être effectuée entre diverses catégories de titres.

Le principe d'évaluation à la valeur du marché ne s'applique qu'aux titres acquis dans le cadre d'émissions en vue de leur placement auprès de tiers ainsi qu'aux titres acquis en vue de leur revente sur la base de considérations de rendement à court terme (portefeuille de négociation)<sup>1</sup>. Ces valeurs mobilières ne constituaient, à la fin de septembre 1999, que 10 p.c. des portefeuilles.

Pour le solde, constitué des titres du portefeuille de placement, la valeur d'acquisition sert normalement de critère de base. Deux correctifs sont toutefois susceptibles d'être apportés. Dans le

GRAPHIQUE 12 – COURBES DES RENDEMENTS<sup>1</sup>

(moyennes mensuelles)



Source : BNB.

<sup>1</sup> « Continuous spot yield curves » calculées sur la base des taux des eurodépôts jusqu'à un an et de ceux des swaps de taux d'intérêt au-delà d'un an.

<sup>1</sup> S'il n'y a pas de marché liquide, ces titres sont évalués à leur valeur d'acquisition.

cas des titres à revenu variable (actions), les montants comptabilisés doivent être réduits à la valeur de marché si celle-ci est inférieure à la valeur d'acquisition. Dans le cas des titres à revenu fixe acquis à un prix différent de celui du prix de remboursement, la différence entre les valeurs d'acquisition et de remboursement est comptabilisée comme résultats d'intérêts pro rata temporis de la durée restant à courir.

Il en résulte que l'effet positif ou négatif des variations de taux sur la valorisation comptable des portefeuilles n'est automatique que pour le seul portefeuille de négociation. Cette source de revenus, qui peut prendre la forme soit de plus-values ou de moins-values réalisées soit de différences d'évaluation positives ou négatives, est très fluctuante. De 1995 à 1998, la rentabilité de cette activité est allée croissant, dans un contexte marqué par la baisse des taux. En revanche, en 1994 et en 1999, la remontée des taux à long terme s'est traduite par des pertes sur le portefeuille de négociation.

Pour les portefeuilles de placement, dont l'encours s'élevait, à la fin de septembre 1999, à 174 milliards d'euros ou 22 p.c. du total du bilan, la baisse récente des taux s'est traduite par une accumulation de réserves latentes correspondant à l'augmentation de la valeur de marché des titres. Une partie non négligeable de ces plus-values a été effectivement réalisée par les banques grâce à des ventes de valeurs mobilières sur le marché secondaire. Les revenus qui en ont résulté sont passés, entre 1994 et 1998, de 436 millions d'euros ou 4 p.c. du produit bancaire à 1.971 millions ou 13 p.c. de ce produit. Cette évolution appelle deux commentaires.

Tant que les taux sont orientés à la baisse, les réalisations de plus-values vont de pair avec une augmentation de la valeur de marché des portefeuilles. Lorsque les taux remontent, en revanche, les cessions de titres vont, en se combinant à l'effet négatif de l'évolution des taux, fortement réduire les réserves latentes accumulées

**TABLEAU 10 – STRUCTURE DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIERES EN EURO DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT**

*(données sur une base sociale à la fin de septembre 1999, milliards d'euros)*

Echéances	Titres à placer et à réaliser	Titres détenus en portefeuille de placement	Total
Indéterminée .....	1,7	5,0	6,7
8 jours au plus .....	0,0	2,1	2,1
Plus de 8 jours à 1 mois au plus .....	0,1	1,8	1,9
Plus de 1 mois à 3 mois au plus .....	3,7	7,9	11,6
Plus de 3 mois à 6 mois au plus .....	1,9	11,0	12,9
Plus de 6 mois à 1 an au plus .....	5,2	22,6	27,8
Plus de 1 an à 2 ans au plus .....	1,0	17,9	18,8
Plus de 2 ans à 5 ans au plus .....	1,6	40,4	42,1
Plus de 5 ans à 10 ans au plus .....	2,6	52,8	55,5
Plus de 10 ans .....	0,9	12,1	13,0
<b>Total</b> .....	<b>18,8</b>	<b>173,6</b>	<b>192,4</b>
idem en p.c. du total du portefeuille .....	9,8	90,2	100,0
idem en p.c. du total du bilan .....	2,4	22,1	24,5

Source : BNB.

TABLEAU 11 – GAINS OU PERTES EN CAPITAL EFFECTIVEMENT COMPTABILISES AU COMPTE DE RESULTATS DES BANQUES  
(données sur une base sociale)

	en millions d'euros			idem en p.c. du produit bancaire <sup>1</sup>		
	Portefeuille de négociation <sup>2</sup>	Portefeuille de placement <sup>3</sup>	Total	Portefeuille négociation <sup>2</sup>	Portefeuille de placement <sup>3</sup>	Total
1994 .....	-76,8	436,3	359,4	-0,7	4,0	3,3
1995 .....	228,1	798,2	1.026,3	2,0	6,9	8,9
1996 .....	255,3	815,6	1.070,9	2,0	6,4	8,4
1997 .....	275,2	1.152,7	1.427,9	2,1	8,7	10,8
1998 .....	461,1	1.970,8	2.431,8	3,0	12,8	15,8
1999 <sup>4</sup> .....	-508,0	1.453,3	945,3	-3,2	9,1	5,9

Source : BNB.

<sup>1</sup> Le produit bancaire correspond aux résultats nets d'intérêts et aux autres produits nets.

<sup>2</sup> Plus-values ou moins-values réalisées et différences d'évaluation.

<sup>3</sup> Plus-values ou moins-values réalisées.

<sup>4</sup> Données pour les trois premiers trimestres en base annuelle.

par les banques sous la forme de plus-values non réalisées. Cette situation s'est produite en 1994 et, plus encore, en 1999. Les réalisations de plus-values, bien qu'en baisse par rapport à l'année dernière, n'en ont pas moins encore atteint 1.453 millions d'euros ou 9 p.c. du produit bancaire. Ceci témoigne de la dépendance relativement grande des banques vis-à-vis de cette source de revenus.

Par ailleurs, il convient de rappeler que la réalisation de ces plus-values va dégager des ressources qui devront être ensuite replacées aux nouvelles conditions de marché. De telles opérations impliquent que les banques réalisent immédiatement un revenu qu'elles auraient perçu de manière différée sous la forme de revenus d'intérêts si elles avaient gardé les titres en portefeuille.

### 3.1.4 Incidences des variations récentes de taux sur la marge d'intermédiation

La marge globale d'intermédiation des banques belges a évolué de manière assez irrégulière au cours de ces dernières années. Voisine de 1,3 p.c. en 1995 et 1996, elle est revenue à

environ 1,2 p.c. les deux années suivantes pour se rapprocher de nouveau de 1,3 p.c. en 1999.

Ces pourcentages résultent de la combinaison de deux catégories d'opérations de natures très différentes. Les opérations interbancaires ne procurent pratiquement pas de revenus nets d'intérêts. La marge nette est même, par définition, égale à zéro pour les opérations conclues entre banques belges et le solde effectivement enregistré ne peut que provenir des opérations avec les institutions étrangères. Ce différentiel, négatif de 1995 à 1997, s'est inversé ces deux dernières années pour faire place à un écart légèrement positif. La possibilité, pour les banques belges, de traiter désormais une partie plus importante des opérations interbancaires dans leur propre monnaie, jointe à la disponibilité d'un encours important de titres publics pouvant aisément servir de gage, a sans doute permis de comprimer le coût des emprunts interbancaires à l'étranger.

L'essentiel des revenus d'intermédiation est en fait procuré par les transactions avec la clientèle. Après s'être temporairement redressée en 1996, la marge sur cette seconde catégorie d'opérations s'est fortement réduite en 1997

et a, depuis, continué à s'éroder pour passer au-dessous de 2 p.c. en 1999.

Ces évolutions traduisent en partie les effets des variations de taux sur l'activité d'intermédiation tels que décrits à la section 3.1.2. La phase initiale de la baisse générale des taux a exercé des incidences positives, dans la mesure où les coûts des ressources à court terme se sont réduits immédiatement, tandis que les revenus des emplois à long terme ne se sont ajustés qu'avec retard, lors du renouvellement des échéances. Ce décalage n'a toutefois joué que temporairement et la réduction de la marge a ensuite été d'autant plus forte que la courbe des rendements s'est aplatie, rendant moins rentables les conversions d'échéances. La remontée récente des taux à long terme pourrait entraîner un nouvel élargissement de la marge ; l'effet de décalage, évoqué ci-dessus, entre les dates de renouvellement des passifs à court terme et des actifs à long terme semble toutefois avoir empêché que cet effet ne joue déjà en 1999.

L'activité d'intermédiation n'est toutefois pas exclusivement déterminée par l'évolution des taux. Elle est aussi influencée par les conditions de concurrence ; celles-ci sont devenues plus dures au cours de ces dernières années, entraînant un

rétrécissement des marges. Par ailleurs, à côté des variations de taux, c'est-à-dire de prix, il faut également tenir compte des évolutions en volume. L'ampleur et le sens des positions nettes des banques vis-à-vis de leurs clients sont en effet variables dans le temps.

Au cours de ces dernières années, les écarts de durée se sont creusés entre, d'une part, les dettes envers la clientèle et les autres dettes représentées par un titre et, d'autre part, les créances sur les clients et le portefeuille de valeurs mobilières. Du côté des passifs, un glissement s'est opéré des bons de caisse vers les dépôts d'épargne. A l'actif, la progression des crédits hypothécaires et l'accroissement de la proportion des titres à long terme dans le portefeuille des valeurs mobilières ont entraîné un allongement de la durée moyenne des avoirs.

Les opérations de conversions d'échéances ne sont pas seulement devenues plus nombreuses. Elles reposent aussi davantage sur des emprunts nets interbancaires. En effet, l'écart entre le total des actifs et le total des passifs vis-à-vis de la clientèle est passé de 26 milliards d'euros à la fin de décembre 1994 à 81 milliards à la fin de septembre 1999. Cet accroissement est en bonne partie le résultat de l'introduction de l'euro, car les emprunts interbancaires nets étaient proportionnellement moins importants en franc que dans les devises des autres pays membres de la zone euro. Il traduit cependant aussi une certaine asymétrie dans la désintermédiation des flux financiers. La collecte des dépôts bancaires et des bons de caisse se heurte à la concurrence exercée par d'autres formes de placement, telles les acquisitions d'actions ou de parts d'OPC. Pour les actifs, en revanche, l'importante clientèle des particuliers et des petites et moyennes entreprises reste fort dépendante des banques pour ses sources de financement.

L'accroissement récent du volume de l'activité de transformation d'échéances a permis aux établissements de crédit de préserver leurs revenus nets

TABLEAU 12 — EVOLUTION DE LA MARGE D'INTERMEDIATION DES BANQUES BELGES<sup>1</sup>

(données sur une base sociale, pourcentages)

	Marge globale d'intérêt	Marge sur les opérations interbancaires	Marge sur les opérations avec la clientèle
1995 .....	1,29	-0,13	2,20
1996 .....	1,31	-0,26	2,30
1997 .....	1,17	-0,15	2,06
1998 .....	1,22	0,02	2,02
Neuf premiers mois 1999 .....	1,28	0,05	1,98

Source : BNB.

<sup>1</sup> Calculée par différence entre le rendement des actifs et le coût des passifs. Afin d'éviter la rupture de série entre 1998 et 1999 provoquée par l'introduction de l'euro, la marge a été calculée toutes monnaies confondues.



TABLEAU 13 — ECHEANCIER DES POSITIONS NETTES DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT BELGES RESULTANT DES OPERATIONS DU BILAN AVEC LA CLIENTELE NON BANCAIRE <sup>1</sup>

(données sur une base sociale, milliards d'euros)

Echéances	Décembre 1994 <sup>2</sup>	Septembre 1999 <sup>2</sup>	Variations de décembre 1994 à septembre 1999
Indéterminée .....	-47,3	-72,0	-24,7
8 jours au plus .....	-46,7	-68,2	-21,5
Plus de 8 jours à 1 mois au plus .....	-9,5	-5,0	4,6
Plus de 1 mois à 3 mois au plus .....	6,6	1,6	-5,0
Plus de 3 mois à 6 mois au plus .....	-5,4	7,6	13,0
Plus de 6 mois à 1 an au plus .....	-6,7	22,4	29,1
Plus de 1 an à 2 ans au plus .....	4,2	13,2	8,9
Plus de 2 ans à 5 ans au plus .....	28,0	44,2	16,2
Plus de 5 ans à 10 ans au plus .....	59,9	84,6	24,6
Plus de 10 ans .....	43,1	52,5	9,4
<b>Total .....</b>	<b>26,3</b>	<b>80,9</b>	<b>54,6</b>

Source : BNB.

<sup>1</sup> Créances sur la clientèle, portefeuille de valeurs mobilières, dettes envers la clientèle et autres dettes représentées par un titre.<sup>2</sup> Positions en francs pour décembre 1994 et en euros pour septembre 1999.

d'intérêts dans un contexte marqué par une érosion des marges. Les banques sont cependant aussi devenues plus dépendantes de cette activité et plus vulnérables en cas d'aplatissement ou d'inversion de la courbe des rendements.

### 3.2 AUTRES RISQUES DE MARCHÉ

#### 3.2.1 Risques de change

L'introduction de l'euro a eu pour résultat de réduire l'importance relative des avoirs et engagements en monnaies étrangères des banques belges. Le montant des passifs en devises est ainsi revenu de 317 milliards d'euros ou 43,6 p.c. du total du bilan en décembre 1998 à 189 milliards d'euros ou 24 p.c. du total en septembre 1999. Une évolution parallèle a été observée pour les actifs.

La part des monnaies étrangères demeure proportionnellement plus importante sur le marché interbancaire, où elle avoisine les 35 p.c., que

pour les relations avec le reste de la clientèle, où elle est inférieure à 20 p.c. Le marché interbancaire permet par ailleurs aux banques belges de se procurer des ressources nettes d'un montant dépassant les 40 milliards d'euros qui compensent le déficit existant entre leurs autres passifs et actifs en monnaies étrangères.

Les opérations sur devises reprises hors bilan, à savoir les opérations de change au comptant à liquider, les opérations de change à terme, les swaps de devises et d'intérêts ainsi que les options et futures sur devises ont également diminué. Leur encours, qui s'élevait à environ 565 milliards en décembre 1998, ne représentait plus que quelque 350 milliards en septembre 1999. Ce dernier montant n'en reste pas moins très élevé, témoignant de l'importance des transactions que les banques belges continuent à effectuer sur le marché des changes à des fins de couverture et de gestion de trésorerie.

Le risque de change doit être mesuré en combinant les positions au bilan et hors bilan. Le rôle

des produits dérivés comme contrepartie des positions en devises du bilan apparaît clairement. L'écart négatif entre l'ensemble des actifs et passifs en devises traditionnellement enregistré par les banques belges est en effet compensé par les montants nets de devises à recevoir à la suite d'opérations hors bilan. Globalement, la position de change nette des établissements de crédit belges reste de ce fait très faible. A la fin de septembre 1999, elle ne représentait qu'un milliard d'euros, soit 4,2 p.c. des fonds propres.

### 3.2.2 Risques de variation des prix des actifs à revenu variable

L'exposition directe des banques belges aux risques de variation des prix des actifs à revenu variable est assez limitée. Les établissements de crédit ne possèdent pratiquement pas de biens immobiliers destinés à la revente, tandis que les

actions détenues à des fins de placement ne représentaient, à la fin de septembre 1999, que 3,3 milliards d'euros. Au total, l'encours de ces deux catégories d'actifs à revenu variable correspondait, à cette même date, à 14,4 p.c. des fonds propres.

Ceci n'empêche pas que les banques belges puissent être indirectement exposées aux risques immobiliers et boursiers. Une partie de ces risques apparaissent au bilan sous la forme d'immobilisations corporelles et financières. Les premières comprennent essentiellement les sièges sociaux et les agences nécessaires pour l'exercice des activités ; il n'est pas à exclure qu'une partie de ces bâtiments soient vendus en cas de restructuration des réseaux de distribution. Parmi les immobilisations financières, celles constituées sur d'autres entreprises financières ont enregistré une forte croissance, passant de 6,7 milliards d'euros en décembre 1995 à

TABLEAU 14 — OPERATIONS EN MONNAIES ETRANGERES DES BANQUES BELGES

(données à fin de mois sur une base sociale)

	En milliards d'euros		En p.c. du total des rubriques correspondantes en toutes monnaies	
	Décembre 1998	Septembre 1999	Décembre 1998	Septembre 1999
<b>Actifs en monnaies étrangères</b>				
Interbancaires .....	149,9	79,4	67,8	35,7
Autres .....	161,5	104,5	31,9	18,5
Total .....	311,3	183,8	42,8	23,4
<b>Passifs en monnaies étrangères</b>				
Interbancaires .....	199,6	121,9	71,1	38,8
Autres .....	117,3	67,0	26,2	14,2
Total .....	316,9	188,9	43,6	24,0
<b>Soldes en monnaies étrangères</b>				
Interbancaires .....	-49,8	-42,6		
Autres .....	44,1	37,5		
Total .....	-5,7	-5,1		
<b>Opérations hors bilan <sup>1</sup></b>				
Devises à recevoir .....	565,8	349,6		
Devises à livrer .....	561,9	345,5		

Source : BNB.

<sup>1</sup> Opérations de change au comptant en voie de liquidation, opérations de change à terme, swaps de devises et d'intérêts et options et futures sur devises.

TABLEAU 15 – POSITIONS DE CHANGE NETTES DES BANQUES BELGES

(données à fin de mois sur une base sociale, milliards d'euros)

	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Décembre 1998	Septembre 1999
Positions de change nettes					
Au bilan .....	-3,8	-12,4	-8,1	-5,7	-5,1
Hors bilan <sup>1</sup> .....	2,7	9,6	8,7	3,9	4,1
Total .....	-1,0	-2,8	0,6	-1,8	-1,0
p.m. idem en pourcentage des fonds propres ....	-6,7	-17,3	3,3	-8,2	-4,2

Source : BNB.

<sup>1</sup> Opérations de change au comptant en voie de liquidation, opérations de change à terme, swaps de devises et d'intérêts et options et futures sur devises.

16,6 milliards en septembre 1999. Cette évolution reflète les prises de participation effectuées récemment dans le cadre du mouvement de concentration qui s'opère au sein du secteur bancaire belge. En revanche, les participations dans d'autres entreprises n'ont presque pas varié.

La structure du portefeuille d'actions et d'immobilisations financières des banques belges porte toujours la marque des règles qui ont longtemps été imposées par les autorités de contrôle prudentiel concernant les prises de participation des banques dans des entreprises autres que des institutions financières. Ces règles ont été récemment assouplies, d'abord par la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, qui a transposé dans la législation belge la deuxième directive bancaire du 15 décembre 1989, puis par un arrêté royal du 17 juin 1996.

A l'heure actuelle, des limitations ne sont plus imposées que pour les participations qualifiées (c'est-à-dire excédant 10 p.c. du capital d'une société) et ne s'appliquent ni aux actions acquises en vue de leur offre en vente ni aux participations dans d'autres établissements de crédit, institutions financières ou entreprises prestant des services auxiliaires à l'activité d'établissement de crédit. Ces limites, qui restent en deçà des maxima autorisés par la directive euro-

péenne, sont actuellement de 15 p.c. au plus des fonds propres d'une banque par participation individuelle et de 45 p.c. des fonds propres pour l'ensemble des participations.

Une évolution défavorable des prix des actions ou des biens immobiliers pourrait faire courir aux banques d'autres risques qui ne peuvent pas toujours être isolés au bilan. Un premier canal de transmission est celui des risques de crédit, déjà analysé au chapitre précédent. C'est ainsi qu'une baisse des prix des immeubles fragilisera les entreprises actives dans les secteurs de la promotion immobilière ou de la construction. Un repli des cours des actions réduira le patrimoine financier des ménages ou rendra les possibilités de financement par actions des entreprises plus aléatoires.

Une deuxième incidence s'exercera au travers de la valeur des garanties apportées par les emprunteurs. Les sûretés réelles reçues par les banques belges, essentiellement sous la forme d'hypothèques, s'élevaient, en septembre 1999, à plus de 200 milliards d'euros. Il est frappant de constater que cet encours correspond pratiquement à celui de l'ensemble des crédits à la clientèle. Certes, ces deux montants ne peuvent être directement comparés. Les garanties sont destinées à couvrir les lignes de crédit dont les montants peuvent être très supérieurs aux crédits effectivement utilisés. Elles peuvent aussi

couvrir d'autres opérations que les crédits à la clientèle, telles des créances interbancaires ou des postes hors bilan comme des crédits d'engagements. Ce critère de comparaison n'en met pas moins en lumière l'importance des constitutions de garanties dans la politique d'octroi de crédits des banques<sup>1</sup>.

Les sûretés réelles ne sont pas exclusivement constituées de biens immobiliers, mais comprennent aussi des titres, notamment des actions. Une baisse des cours de bourse va donc aussi

réduire la valeur des gages détenus par les banques.

Enfin, si les banques belges sont peu exposées aux risques boursiers, il n'en va pas de même de leurs clients. Les particuliers belges ont fortement accru la part, directe et indirecte, des actions dans leur patrimoine financier. Ce mouvement a d'ailleurs été stimulé par les banques elles-mêmes au travers de la commercialisation d'OPC en actions et d'OPC indiciels à capital garanti. Entre décembre 1995 et septembre 1999, les placements effectués par les ménages belges auprès de ces OPC sont passés de 7,9 à 36,7 milliards d'euros. Ce dernier montant représentait près de 18 p.c. des avoirs détenus par les particuliers auprès de banques

<sup>1</sup> A ce niveau, on se rapportera aussi au constat effectué à la section 2.1.3 pour les seules entreprises : sur la base des données de la Centrale des bilans, il ressort que près d'un cinquième du montant des crédits bancaires effectivement utilisés par les sociétés sont couverts par des garanties réelles.

**TABLEAU 16 — EXPOSITION DIRECTE ET INDIRECTE DES BANQUES BELGES AUX RISQUES DE VARIATIONS DE PRIX DES ACTIFS A REVENU VARIABLE**

(données à fin de mois sur une base sociale, milliards d'euros)

	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Décembre 1998	Septembre 1999
<b>1. Exposition directe</b>					
Biens immobiliers destinés à la revente .....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Portefeuille d'actions .....	1,3	1,9	2,2	3,4	3,3
Total .....	1,4	2,0	2,3	3,4	3,4
idem en p.c. des fonds propres .....	8,7	12,5	12,8	15,8	14,4
<b>2. Exposition indirecte</b>					
<b>2.1 Au bilan</b>					
Immobilisations corporelles .....	3,2	3,3	3,4	3,6	3,6
Immobilisations financières .....	7,9	8,1	9,9	13,4	17,9
dont : Entreprises financières .....	6,7	6,9	8,5	12,1	16,6
Autres .....	1,1	1,2	1,5	1,3	1,3
Total .....	11,1	11,5	13,3	16,9	21,5
<b>2.2 Hors bilan<sup>1</sup></b>					
Sûreté réelles reçues .....	160,2	176,7	185,7	179,5	201,2
idem en p.c. des crédits à la clientèle .....	94,8	100,4	101,6	94,0	97,0
OPC de droit belge spécialisées en actions détenues par les particuliers <sup>2</sup> .....	7,9	11,3	18,6	32,2	36,7
idem en p.c. des avoirs des particuliers auprès des banques belges .....	4,0	5,6	9,2	15,6	17,9

<sup>1</sup> Sur une base territoriale.

<sup>2</sup> OPC en actions, OPC indexés et fonds d'épargne-pension.

belges sous la forme de dépôts ou bons de caisse.

Une telle évolution modifie la nature des relations entre les banques et leurs déposants. Elle permet aux établissements de crédit de créer de nouvelles activités et de développer de nouvelles sources de revenus, mais repose dans le même temps sur une nouvelle répartition des risques. Toutefois, si les banques peuvent, par ce biais, réduire leur exposition aux aléas de crédit ou de marché, elles ont aussi à supporter un risque dit de réputation, dans la mesure où elles seront inévitablement évaluées sur la qualité des conseils donnés à leurs clients.

Ce problème sort quelque peu du cadre de cette étude consacrée aux risques de crédit et de marché. Il s'agit toutefois d'un canal supplémentaire qui contribue à accroître la sensibilité des banques aux variations des prix des actions<sup>1</sup>.

## CONCLUSIONS

Les conclusions qui peuvent être tirées de cette analyse des déterminants macroéconomiques de la stabilité du système bancaire paraissent relativement rassurantes. Les risques de crédit, en particulier, semblent globalement bien maîtrisés. Il est vrai que, sur ce plan, la structure des actifs des banques belges est assez favorable. Les avoirs sur les pouvoirs publics prédominent, de sorte que la part relative des créances sur les particuliers et les sociétés est moins importante que dans la plupart des autres pays de l'UE.

Les risques liés aux crédits aux particuliers sont limités. Les ménages belges sont relativement peu endettés et ne semblent pas manifester de

tendance à réagir à d'éventuelles baisses de leurs revenus par une augmentation générale de leur recours à l'emprunt. Le marché hypothécaire n'a, quant à lui, pas été affecté par des variations exagérées des prix immobiliers.

Ce dernier facteur a aussi contribué à circonscrire les risques des crédits aux sociétés. Par ailleurs, cette dernière clientèle présente un bon degré de diversification et une absence apparente de concentration dans des créneaux plus particulièrement risqués. Le nombre de faillites d'entreprises reste cependant assez élevé et pourrait s'accroître dans les prochaines années en cas de retournement conjoncturel.

Les risques pays, qui avaient eu une certaine tendance à augmenter au cours des années antérieures, apparaissent à présent bien circonscrits. Comparée aux autres économies industrialisées, l'exposition des banques belges vis-à-vis des pays émergents ou en voie de développement est faible. Cette structure ne suffit cependant pas, en tant que telle, à protéger les banques belges contre une concentration géographique des risques sur des débiteurs de pays qui, tout en ne présentant pas de risques souverains, pourraient être fragilisés par des problèmes conjoncturels ou structurels. Les crises qui ont affecté ou affectent encore les secteurs bancaires d'économies pourtant très avancées constituent autant d'exemples de ce qu'il ne s'agit pas d'un risque purement hypothétique.

Un domaine qui reste à surveiller est celui des risques de taux. Alors que les banques belges n'ont pratiquement pas de positions de change et ne détiennent qu'un très faible portefeuille d'actions, leur importante activité de transformation d'échéances les amène à prendre d'importantes positions sur la courbe des rendements. La conversion des passifs à court terme en actifs à plus long terme s'est faite, ces dernières années, dans un contexte très favorable de baisse généralisée des taux. Grâce à ce mouvement, les banques ont enregistré de grosses plus-values latentes sur leurs portefeuilles de

<sup>1</sup> Un risque similaire existe aussi pour les placements en OPC spécialisés en obligations, mais, dans ce dernier cas, l'amplitude des variations de prix est généralement moindre.

valeurs mobilières qu'elles peuvent être tentées à présent d'utiliser en vue d'améliorer ou de lisser leurs résultats. Une telle stratégie devient d'autant plus difficile à maintenir que l'évolution des taux s'est récemment inversée.

Plus fondamentalement, la stabilité du secteur bancaire belge n'est pas sans contrepartie. Elle va de pair avec une structure d'activité assez traditionnelle et une rentabilité relativement modeste. Ce double handicap devra être surmonté si les banques belges veulent répondre de manière adéquate aux nombreuses mutations auxquelles elles ont à faire face. En effet les changements technologiques, le processus de désintermédiation, l'internationalisation des activités ou encore l'introduction de l'euro combinent leurs effets pour exercer une forte pression sur la rentabilité des banques.

Ces contraintes ont été clairement mises en exergue dans l'article de la Revue économique de la Banque de mai 1998 consacré au « Marché financier belge à la veille de l'Union économique et monétaire ». Cet article observait dans sa conclusion : « *L'expansion des établissements belges ne peut plus reposer exclusivement sur les activités traditionnelles ou sur le seul marché intérieur. Un certain nombre de caractéristiques structurelles propres au marché belge contribuent cependant à ralentir le mouvement d'ouverture. Ainsi, les opérations de financement sont toujours concentrées sur les pouvoirs publics et offrent dès lors moins de potentiel de développement de nouveaux produits que le financement des entreprises. En outre, la prédominance des titres de la dette publique à l'actif du bilan des banques a permis à ces dernières de se contenter d'un montant de fonds propres plus réduit, ce qui constitue un handicap pour assurer un redéploiement des activités. Les ins-*

*titutions financières ne peuvent s'appuyer sur l'existence d'un nombre significatif de grandes sociétés multinationales, susceptibles de servir de relais à leur propre expansion à l'étranger. Les PME, très nombreuses en Belgique, privilégient encore largement le financement par des émissions privées d'actions, de sorte que le rôle du marché boursier reste limité. La taille des investisseurs institutionnels est relativement faible, ce qui freine les possibilités de diversification des portefeuilles. »*

De nombreuses banques belges ont activement entrepris leur processus d'adaptation en cherchant à diversifier leurs activités, en prospectant de nouveaux marchés ou en procédant à des fusions ou acquisitions, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur des frontières. Ces opérations impliquent en elles-mêmes des risques que l'on peut qualifier de risques stratégiques. Les banques peuvent en effet être tentées de restaurer la rentabilité de leurs activités traditionnelles en courant davantage de risques, par exemple en octroyant des crédits à des débiteurs de moindre qualité. Les réorientations ou diversifications d'activités peuvent, quant à elles, être inappropriées et conduire les banques à supporter des risques nouveaux, mal connus et insuffisamment maîtrisés.

Il existe clairement des interactions entre ces adaptations aux changements structurels et la stabilité macroéconomique du secteur bancaire. En effet, un secteur bancaire fragilisé par des transformations structurelles sera plus vulnérable aux effets des évolutions macroéconomiques sur l'exercice de ses activités ; à l'inverse, une détérioration des conditions macroéconomiques ne peut que compliquer le processus d'adaptation du secteur bancaire aux mutations qui affectent son environnement.

## L'ECONOMIE BELGE EN 2000

### CONSIDERATIONS LIMINAIRES

Désormais, les prévisions macroéconomiques de la Banque pour l'année en cours sont publiées environ trois mois plus tôt que les années précédentes. Par conséquent, les informations statistiques disponibles sont encore très sommaires.

Ainsi, en ce qui concerne l'environnement international, l'analyse est basée sur les estimations les plus récentes de la Commission européenne, rendues publiques le 11 avril 2000. Les prévisions de l'OCDE, qui étaient le plus souvent utilisées comme référence dans le passé, ne sont en effet actualisées que dans le courant du mois de juin.

Pour le reste, cet article est rédigé sur la base des données disponibles au 15 mai 2000. On n'a donc pas pu disposer, notamment, de statistiques officielles de l'ICN sur l'activité économique au premier trimestre 2000, tandis que les comptes nationaux relatifs à 1999 n'existent, à ce jour, que dans une version purement provisoire, non détaillée. S'agissant des finances publiques, les résultats du contrôle budgétaire clôturé au début d'avril ont, en revanche, été pris en considération.

Etant donné que l'évolution de l'économie belge dépend étroitement de la conjoncture dans le reste du monde, et surtout dans la zone euro, le premier chapitre de cet article est consacré aux développements les plus récents et aux perspectives à court terme de l'environnement international. Les autres chapitres ont trait à l'économie belge. L'activité économique récente et les perspectives quant à l'évolution, en 2000, du PIB et des principales catégories de dépenses sont décrites au chapitre 2. L'évolution attendue des coûts salariaux et les développements sur le marché du travail font l'objet du chapitre 3. Le

chapitre suivant retrace l'évolution récente et les prévisions en matière d'inflation. Le chapitre 5, pour sa part, étudie en détail l'évolution des finances publiques de la Belgique. Ensuite, découlant de l'ensemble des éléments qui précèdent, une synthèse des perspectives est présentée en ce qui concerne la capacité ou le besoin net de financement des grands secteurs de l'économie. Le compte courant de la balance des paiements est également étudié. Le dernier chapitre, enfin, traite des conditions de financement et de l'évolution des cours des actions sur le marché belge.

## I. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

### 1. ACTIVITE ET EMPLOI

Grâce aux chiffres de croissance, meilleurs qu'attendu dans les économies émergentes, à l'expansion ininterrompue aux Etats-Unis et au rétablissement de la conjoncture dans la zone euro depuis la mi-1999, l'économie mondiale a crû à un rythme plus élevé que prévu l'année dernière. L'expansion économique s'est poursuivie au cours des premiers mois de 2000. On n'a, de plus, pas observé d'effets perturbateurs dus au passage à l'an 2000. En dépit de l'hypothèse retenue d'un certain ralentissement du rythme d'augmentation de l'activité économique aux Etats-Unis, la croissance économique mondiale devrait encore s'accélérer vivement en 2000, sous l'effet de la poursuite de la croissance dans les pays émergents, d'une reprise progressive au Japon et de l'amélioration conjoncturelle en Europe.

Il n'est d'ailleurs pas exclu que la dynamique de croissance de l'économie mondiale, surtout pour

**TABLEAU 1 – PIB A PRIX CONSTANTS***(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)*

	1998	1999	2000
Etats-Unis .....	4,3	4,1	3,6
Japon .....	-2,5	0,3	1,1
Zone euro .....	2,7	2,3	3,4
dont : Allemagne .....	2,2	1,5	2,9
France .....	3,2	2,8	3,7
Italie .....	1,5	1,4	2,7
Royaume-Uni .....	2,2	2,0	3,3
Asie <sup>1</sup> .....	3,2	5,8	5,9
Amérique latine .....	2,2	0,3	3,3
Russie et autres pays en transition .....	-0,4	2,3	2,4
Monde .....	2,6	3,3	4,0

Source : CE.

<sup>1</sup> A l'exclusion du Japon.

les économies européennes, soit sous-estimée. Ainsi, une plus large utilisation des nouvelles technologies dans un environnement macro-économique stable, pourrait être la source, en Europe aussi, de gains de productivité durables et d'un cycle long d'expansion sans pressions inflationnistes. Toutefois, ce scénario favorable de croissance doit s'accompagner de la prise en compte de certains risques. Ainsi, les déséquilibres économiques enregistrés aux Etats-Unis (comme le déficit du compte courant et le faible taux d'épargne des particuliers) se creusent de plus en plus. Une forte correction des cours boursiers peut, étant donné la nette augmentation de l'endettement des secteurs privés et les effets de levier négatifs qui peuvent en découler, entraîner un ralentissement sensible de la demande intérieure et de la confiance dans ce pays. Par ailleurs, les conséquences d'une telle évolution ne resteraient pas cantonnées aux Etats-Unis.

### *Pays émergents et en transition*

Les pays émergents d'Asie ont enregistré, en 1999, une croissance vigoureuse et inattendue,

soutenue par les exportations. C'est surtout en Corée que l'activité économique a fortement progressé, le PIB à prix constants y augmentant d'environ 10 p.c. On prévoit un renforcement de l'activité dans cette région cette année. Le renouveau de confiance des ménages et la reprise de la consommation privée dans les pays où le regain d'activité s'est déjà amorcé indiquent que la demande intérieure privée devient progressivement le moteur de la relance économique. Dans certains pays, cependant, d'importants progrès dans les restructurations d'entreprises et l'assainissement du secteur financier doivent encore être réalisés. Dans ce domaine, c'est en Indonésie que se posent les principaux défis.

La Chine a pu, en 1999, tirer parti de la reprise en Asie, grâce à la remontée des cours des monnaies de plusieurs pays de la région, qui a notamment diminué la pression pesant sur le cours de change de la monnaie chinoise. En 2000, la croissance de la Chine devrait être à peu près aussi rapide que l'année dernière.

Dans les pays émergents d'Amérique latine, la contraction économique observée en 1999 a



été moins prononcée qu'attendu, une reprise est déjà en cours et les perspectives de croissance pour 2000 se sont nettement améliorées. L'économie mexicaine a continué de croître fortement en 1999. Cette année, l'activité économique devrait également se redresser au Brésil et en Argentine. Ces rythmes de croissance plus élevés que prévu sont notamment liés à la poursuite des investissements directs étrangers, à la politique d'assainissement budgétaire et, dans certains cas, à la consolidation des liens commerciaux. Pour un certain nombre de pays, les prix plus élevés du pétrole brut et d'autres produits de base ont aussi joué un rôle important dans la reprise. Le regain d'activité en Amérique latine reste cependant fragile : un environnement macroéconomique durablement stable est, surtout au Brésil et en Argentine, essentiel pour continuer à attirer les investissements étrangers directs.

En 1999, la croissance économique dans les pays en transition a aussi été plus forte que prévu initialement. Cette évolution a principalement résulté de la nette amélioration constatée en Russie, qui s'explique notamment par la hausse des prix des exportations de produits énergétiques. Compte tenu de la vulnérabilité de la situation macroéconomique, de la faiblesse du secteur financier et du manque de confiance, le caractère durable de cette reprise reste incertain. Selon les prévisions, la croissance en Russie devrait ralentir de manière significative en 2000. En revanche, une reprise est attendue cette année en République tchèque et dans les Etats baltes, alors qu'une expansion économique relativement vive devrait aussi être observée en Hongrie et en Pologne. Il en résulterait que la croissance dans l'ensemble des pays en transition serait à peu près égale, en 2000, à celle de l'année dernière.

### *Japon*

Après la reprise prometteuse enregistrée au premier semestre de 1999, le PIB s'est contracté

dans la seconde partie de l'année au Japon. Au début de 2000, plusieurs indicateurs ont donné de nouveau une image plus favorable de l'économie : la croissance de la production industrielle, la confiance des chefs d'entreprise et la rentabilité plus élevée des entreprises indiquent une évolution positive dans les premiers mois de l'année ainsi que de meilleures perspectives de croissance pour le reste de l'année. Néanmoins, il n'est pas possible de savoir dans quelle mesure cette amélioration de la rentabilité des entreprises provoquera une forte croissance des investissements. De nombreuses entreprises doivent en effet poursuivre leur restructuration, ce qui implique la poursuite de la réduction des capacités de production et de nouveaux licenciements d'effectifs excédentaires. Actuellement, on ne peut pas encore affirmer que l'économie japonaise a entamé une reprise durable. Cependant, dans le contexte de la déréglementation du secteur financier, la poursuite des restructurations des banques, notamment dans le cadre des mécanismes d'assainissement mis sur pied à la fin de 1998, est un élément positif. Le processus d'assainissement du secteur financier peut toutefois encore être long.

L'emploi a continué de se contracter en 1999, de sorte que le taux de chômage est passé de 4,1 p.c. en moyenne en 1998 à 4,7 p.c. l'année dernière, ce qui représente un chiffre élevé selon les normes japonaises. Malgré la reprise économique progressive attendue, le nombre d'emplois reculerait de nouveau en 2000, en raison de la poursuite des restructurations, et le chômage atteindrait 4,9 p.c. de la population active.

### *Etats-Unis*

L'expansion a une nouvelle fois été extrêmement forte aux Etats-Unis au dernier trimestre de 1999, sous l'effet de la vigueur de la consommation privée et de la croissance persistante des investissements, notamment dans les biens d'équipement de haute technologie. Compte tenu des incertitudes relatives au pas-

sage à l'an 2000, la formation des stocks a également constitué un facteur de croissance exceptionnel. Sur l'ensemble de 1999, l'activité économique a progressé, en moyenne, de 4,1 p.c. Cette expansion s'est prolongée durant les premiers mois de 2000. Plusieurs indicateurs, comme la confiance élevée des ménages et des chefs d'entreprise et la hausse sensible du chiffre d'affaires du commerce de détail, continuent de signaler des perspectives de forte croissance pour 2000. Tant la consommation privée que les investissements des entreprises et les exportations devraient continuer de soutenir la croissance. Dans la deuxième moitié de l'année, celle-ci devrait se ralentir, notamment sous l'influence de taux d'intérêt plus hauts. Contrairement à d'autres institutions internationales, qui prévoient que la croissance progresserait encore quelque peu cette année, la Commission européenne anticipe un faible ralentissement, l'activité augmentant de 3,6 p.c. en moyenne.

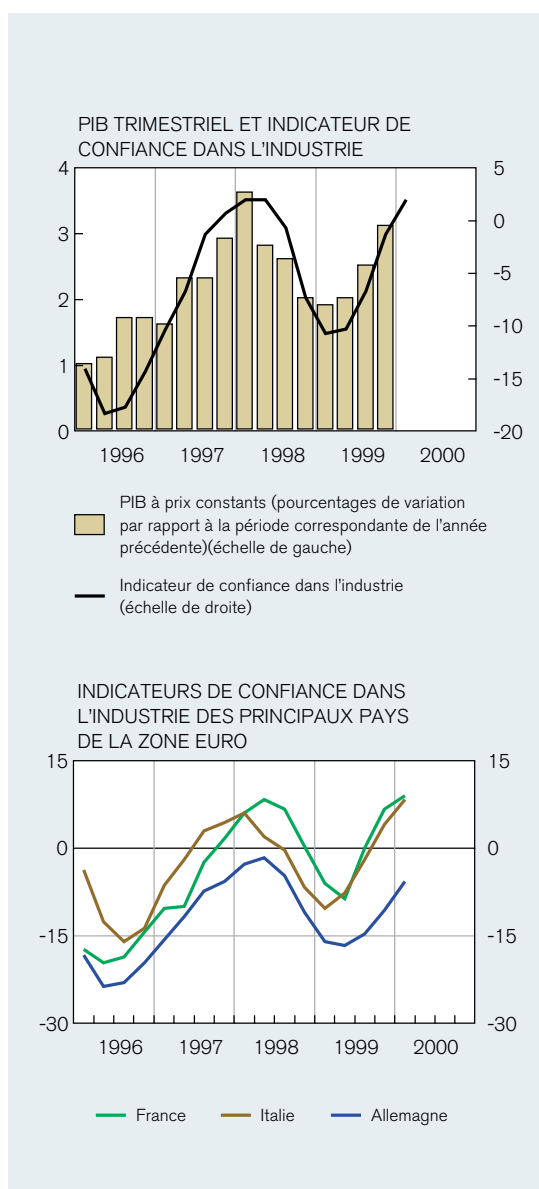
Grâce à la persistance de l'expansion, l'emploi s'est fortement accru les dernières années aux Etats-Unis, de sorte que le taux de chômage a atteint le niveau historiquement bas de 4 p.c. au début de 2000. La hausse de l'emploi et l'accroissement de la population active devraient se poursuivre à un rythme identique cette année, de sorte que le taux de chômage resterait pratiquement stable.

Ces perspectives de croissance doivent toutefois être considérées dans le contexte d'une vulnérabilité croissante de l'économie américaine. L'expansion économique exceptionnellement longue et robuste est en effet allée de pair, les dernières années, avec des déséquilibres internes et externes. Ainsi, la hausse des cours boursiers a contribué à un recul substantiel du taux d'épargne des ménages et à un accroissement de l'endettement des secteurs privés. Les écarts de croissance entre la demande intérieure et la demande étrangère se sont d'ailleurs traduits par une nette progression du compte courant de la balance des paiements.

## Zone euro

Dans la zone euro, la croissance s'est considérablement accélérée au second semestre de 1999 : aux troisième et quatrième trimestres, le PIB a crû de, respectivement, 2,5 et 3,1 p.c. par rapport à la même période de l'année précédente. Cette accélération est en grande partie imputable à une amélioration sensible de la con-

GRAPHIQUE 1 – EVOLUTION RECENTE DE L'ACTIVITE DANS LA ZONE EURO



Source : CE.

tribution des exportations nettes à la croissance. Les effets négatifs de la crise financière internationale sur la demande intérieure sont, en outre, restés plus limités que prévu et les investissements, par exemple, ont à peine été freinés.

Les résultats des enquêtes de conjoncture harmonisées de la Commission européenne montrent, au premier trimestre 2000, une poursuite de la vive augmentation de l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise. En outre, la confiance des consommateurs se situe à un très haut niveau. Ces éléments indiquent que la conjoncture dans la zone euro a continué de progresser au cours des premiers mois de l'année. La croissance de la zone euro atteindrait 3,4 p.c. en 2000, contre 2,3 p.c. en 1999. Sous l'effet de l'expansion des marchés à l'exportation et de l'amélioration de la compétitivité, les exportations nettes devraient fournir une contribution positive à la croissance. En outre, la vigueur de la consommation privée, notamment liée à l'amélioration de la situation du marché du travail, et une croissance plus vive des investissements devraient fournir une large assise à l'expansion.

L'amélioration de l'environnement international a entraîné, au quatrième trimestre de 1999, une accélération sensible de l'activité en Allemagne. L'orientation favorable de la confiance des chefs d'entreprise au second semestre de l'année écoulée et son nouveau renforcement enregistré au début de 2000 témoignent du dynamisme de l'activité. Il semble ainsi que l'Allemagne bénéficiera, en 2000, de la hausse de la demande mondiale et d'une compétitivité accrue. La demande intérieure devrait elle aussi progresser : la consommation privée serait stimulée par les allègements des impôts des personnes physiques, alors que la reprise de la demande, le taux croissant d'utilisation des capacités de production et la baisse programmée de la fiscalité pesant sur les entreprises devraient encourager les investissements. Grâce à la consolidation de la demande extérieure et intérieure, le rythme de l'expansion pourrait atteindre 2,9 p.c. en Allemagne en 2000, soit près de deux fois celui de 1999.

En France, l'activité a nettement progressé au second semestre de 1999, notamment sous l'effet de l'augmentation de la contribution à la croissance des exportations nettes. La progression persistante de la demande intérieure a entraîné, en 1999, une expansion économique beaucoup plus rapide qu'en Allemagne et en Italie. La confiance des chefs d'entreprise s'est nettement renforcée depuis la mi-1999. L'amélioration conjoncturelle devrait se prolonger cette année et la croissance du PIB devrait passer de 2,8 p.c. en 1999 à 3,7 p.c. en 2000. En ce qui concerne la demande intérieure, tant la consommation privée – au vu du niveau élevé de la confiance des ménages et de la hausse de l'emploi – que les investissements devraient croître fortement. La dynamique de la demande mondiale et la compétitivité accrue devraient également soutenir la hausse des exportations.

Les remarquables résultats enregistrés par l'économie italienne au second semestre de 1999 sont également largement imputables à la reprise mondiale. L'incidence de la crise financière internationale a été relativement plus marquée dans ce pays et la demande intérieure y a été plus faible, de sorte que la croissance a été plus modérée en Italie que dans la zone euro dans son ensemble. La confiance des chefs d'entreprise s'est nettement redressée à partir de la mi-1999 environ et cette tendance s'est confirmée depuis. Cette évolution confirme les perspectives de croissance favorables pour 2000. Les exportations nettes fourniraient une contribution positive à la croissance. Une progression de la demande intérieure est également attendue, notamment grâce aux mesures fiscales en faveur des ménages et des entreprises et à de meilleures perspectives d'emploi. Comme en Allemagne, le rythme de l'expansion doublerait quasiment cette année en Italie, pour passer de 1,4 p.c. en 1999 à 2,7 p.c.

La reprise économique dans la zone euro devrait, cette année, aller de pair, avec une diminution des écarts de croissance entre les pays de la zone. La nette accélération de l'activité en

Allemagne et en Italie et l'expansion légèrement plus lente en Irlande entraîneraient en effet des chiffres de croissance moins contrastés.

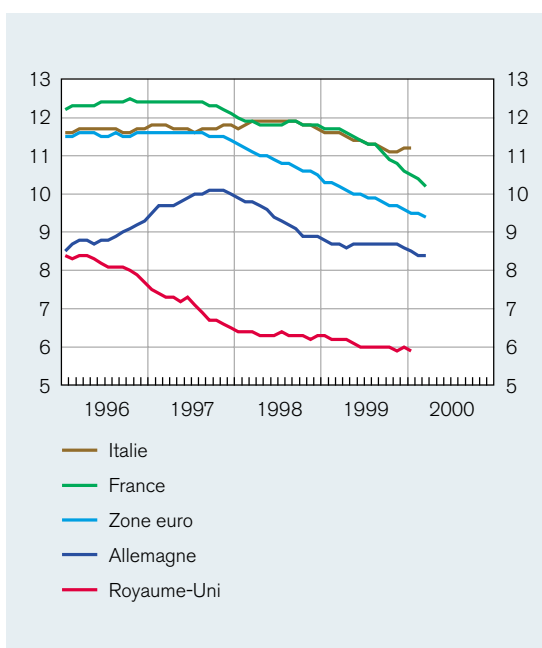
Malgré le ralentissement de l'activité entre la fin de 1998 et la mi-1999, l'emploi a progressé de 1,4 p.c. l'année dernière dans la zone euro, soit un rythme un peu plus rapide qu'en 1998. Les branches des services n'ont en effet été qu'assez peu touchées par la crise financière internationale, de sorte que les créations d'emplois n'ont pas été affectées dans ces branches d'activité qui sont plus intensives en main-d'œuvre. En outre, la crise de l'industrie manufacturière a été de relativement courte durée et il n'y a pas eu de licenciements massifs. Par conséquent, la baisse du taux de chômage amorcée à la fin de 1997 dans la zone euro s'est prolongée en 1999. En mars 2000, le taux de chômage était redescendu à 9,4 p.c., un niveau qui n'avait plus été atteint depuis 1992. Grâce à la croissance en hausse, à la poursuite de la modération sala-

riale et aux réformes du marché du travail, qui portent lentement leurs fruits et rendent la croissance économique plus intensive en emplois, l'emploi devrait continuer de progresser nettement en 2000, avec une hausse de 1,4 p.c., alors que le taux de chômage reviendrait à 9,2 p.c.

La reprise économique enregistrée dans le courant de 1999 au Royaume-Uni a surtout été soutenue par la consommation privée et l'amélioration de l'environnement international. La demande intérieure continuerait à s'affermir pendant les premiers mois de 2000. La croissance s'accélérait cette année, pour atteindre 3,3 p.c., contre 2 p.c. en 1999. La situation du marché du travail est favorable : en 1999, le nombre d'emplois a continué de croître et le chômage a diminué pour revenir à 6,1 p.c. de la population active; une nouvelle baisse, le ramenant à 5,8 p.c., est attendue pour 2000.

GRAPHIQUE 2 — TAUX DE CHOMAGE DES PRINCIPAUX PAYS EUROPEENS

(pourcentages de la population active civile, données dessaisonnalisées)



Source : CE.

## 2. PRIX

Aux Etats-Unis et dans la zone euro, l'inflation a nettement progressé dans le courant de 1999 et pendant les premiers mois de 2000. Cette accélération a été étroitement liée à l'évolution des prix à l'importation des biens et services, qui a été largement déterminée par la hausse ininterrompue des prix des produits de base : en mars 2000, l'indice général des prix, exprimés en dollar, des matières premières et des produits de base était supérieur de deux tiers à son niveau de la fin de 1998. Ce mouvement a principalement résulté de la vive augmentation des cours du pétrole brut : le baril de pétrole brut de type Brent, coûtait environ 28 dollars en mars 2000, contre 10 dollars en décembre 1998. Après l'accord sur la hausse de la production conclu à la fin de mars 2000 entre neuf pays membres de l'OPEP, le prix a baissé sensiblement et est revenu, en moyenne, à 23 dollars le baril en avril. Compte tenu de la forte demande de pétrole brut qui devrait résulter cette année de l'accélération de la croissance de l'économie

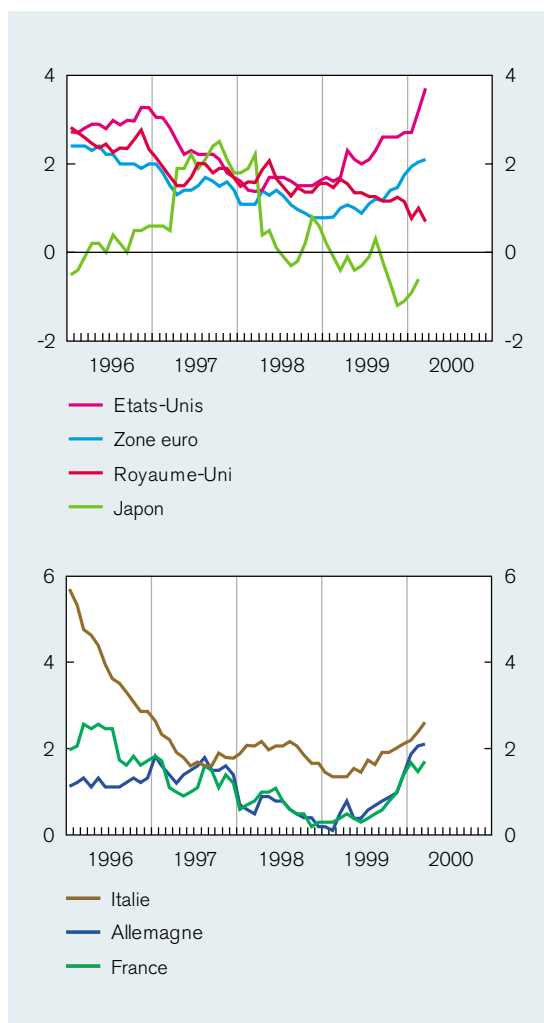
mondiale, une nouvelle baisse importante des prix n'est pas attendue. L'OPEP a d'ailleurs annoncé que la décision d'augmenter la production serait réexaminée si le prix du marché venait à descendre au-dessous de 22 dollars.

Aux Etats-Unis, le rythme annuel de hausse de l'indice national des prix à la consommation a progressé pour atteindre 3,7 p.c. en mars de cette année. En 1999, l'accélération de l'inflation a encore été essentiellement d'origine étrangère et l'évolution des coûts intérieurs est

restée modérée, car les gains de productivité ont compensé la croissance des coûts salariaux par personne occupée. La politique des prix des entreprises, qui ont cherché à accroître leur part de marché, a également contribué à l'évolution modérée des prix intérieurs. Alors que l'incidence de prix de l'énergie plus élevés devrait diminuer dans le courant de l'année, il n'est pas exclu que des attentes d'une hausse de l'inflation entraînent une accélération des composantes des coûts intérieurs. Globalement, l'inflation atteindrait 2,6 p.c., en moyenne, en 2000, contre 2,3 p.c. en 1999.

### GRAPHIQUE 3 — PRIX A LA CONSOMMATION

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



Source : CE.

Dans la zone euro, l'indice des prix à la consommation harmonisé était supérieur de 2,1 p.c. en mars 2000 au niveau de l'année précédente, lorsque l'inflation s'élevait à 1 p.c. L'incidence de la hausse des prix du pétrole brut sur les coûts importés a encore été renforcée par la dépréciation de l'euro. Ces éléments ressortent clairement d'une ventilation de l'indice des prix à la consommation harmonisé entre ses composantes : alors que l'indice de la composante énergétique était, en mars de cette année, 15,3 p.c. plus élevé qu'il y a un an, la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie et produits alimentaires saisonniers, a seulement atteint 1,1 p.c.

Les prévisions signalent un ralentissement de l'inflation plus tard dans l'année, sous l'effet de l'atténuation de l'incidence des cours du pétrole, après le sommet enregistré au début de l'année. En premier lieu, les augmentations de salaires devraient demeurer modérées. En effet, les récentes négociations salariales semblent indiquer que l'accélération de l'inflation importée ne s'est pas traduite, au début de 2000, par des perspectives d'inflation plus élevées. D'importants gains de productivité, qui peuvent logiquement être anticipés dans la phase actuelle d'expansion conjoncturelle, devraient également contribuer à la poursuite de la modération des augmentations des coûts salariaux par unité produite. La concurrence accrue devrait d'ailleurs freiner la transmission de la hausse des prix de

l'énergie au niveau général des prix. Enfin, le processus de libéralisation des prix dans certaines branches, comme l'électricité, devrait également exercer une pression à la baisse de l'inflation dans certains pays.

Globalement, les prix plus élevés de l'énergie et le cours de change moyen pondéré plus bas de l'euro entraîneraient, en 2000, une hausse moyenne de l'indice des prix à la consommation harmonisé de 1,8 p.c., contre 1,1 p.c. en 1999. Dans la zone euro dans son ensemble, l'inflation devrait donc rester au-dessous de la limite de 2 p.c. fixée par la BCE. Dans certains Etats membres, dont l'Irlande, elle serait cependant supérieure à cette limite. A l'exception de ce pays, les écarts d'inflation au sein de la zone euro devraient néanmoins diminuer en 2000, en raison de hausses de prix plus fortes dans les pays où l'inflation était restée très faible en 1999.

Au Royaume-Uni, qui est moins sensible aux variations de prix du pétrole brut, et dont la monnaie s'est appréciée, l'inflation enregistrée en 1999 a été proche de l'objectif fixé. L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 1,3 p.c. par rapport à 1998. Dans le contexte de la reprise économique, la hausse du niveau général des prix devrait légèrement s'accélérer, pour atteindre 1,4 p.c. en 2000.

En dépit de l'augmentation des cours du pétrole brut, les prix à l'importation ont continué de diminuer nettement au Japon, sous l'influence de la forte appréciation du yen. Les coûts salariaux par unité produite ont, quant à eux, diminué de 2 p.c. Une forte déflation a toutefois été évitée : l'indice national des prix à la consommation n'a en effet baissé que de 0,3 p.c. en 1999. En février 2000, cet indice était inférieur de 0,6 p.c. au niveau enregistré douze mois plus tôt. Dans le courant de 2000, la pression à la baisse sur l'indice général des prix exercée par les prix à l'importation devrait diminuer. Le recul des coûts salariaux par unité produite devrait cependant se confirmer, sous l'effet surtout d'importants

gains de productivité. Globalement, les prix à la consommation devraient baisser de 0,2 p.c., en moyenne, en 2000.

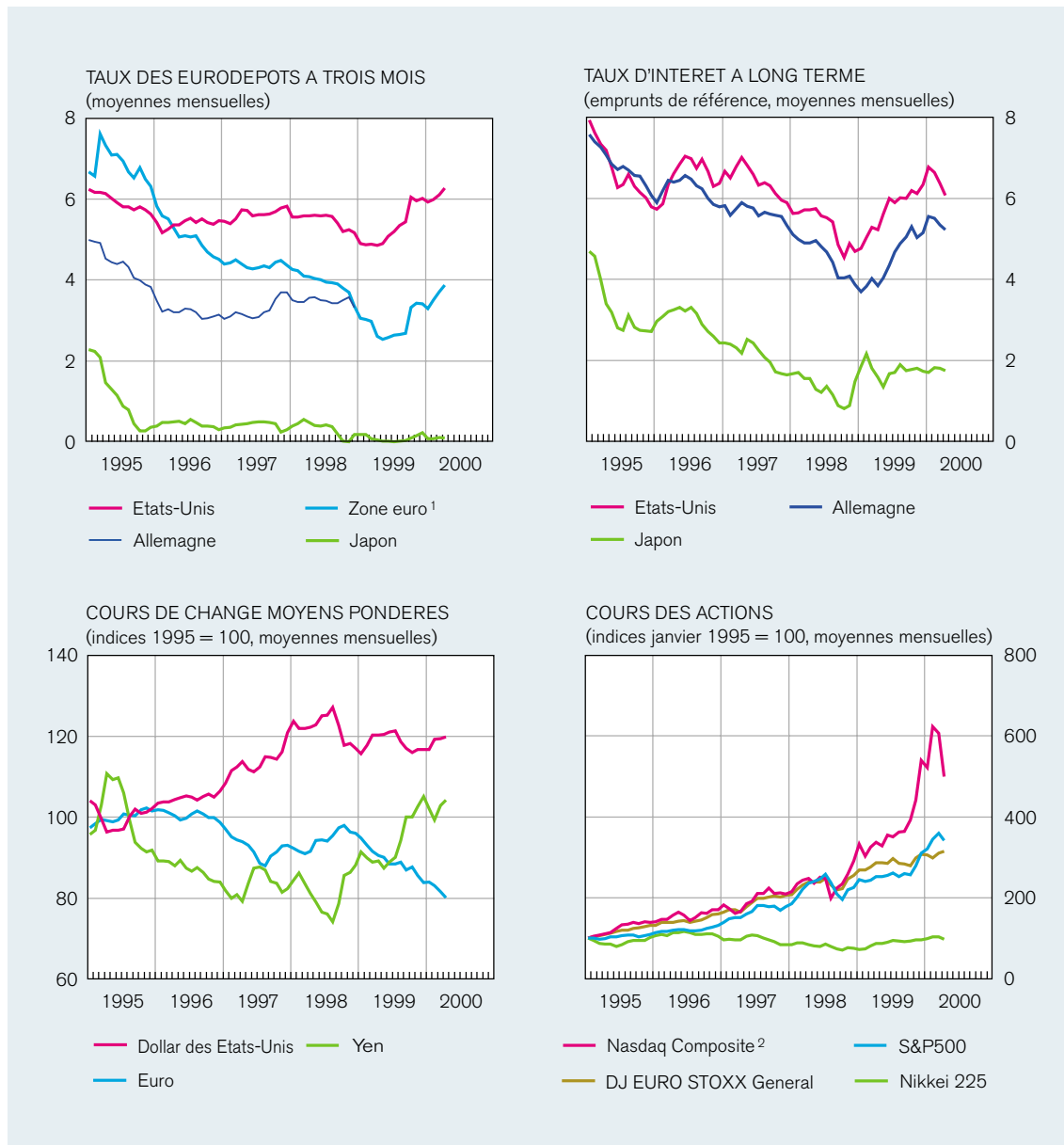
### 3. EVOLUTIONS FINANCIERES

Au cours des premiers mois de 2000, la banque centrale américaine a poursuivi le relèvement, entamé à la fin de juin de l'année dernière, de son objectif pour le taux des fonds fédéraux. Ainsi, ce taux est passé, en cinq hausses successives de 25 points de base, de 4,75 p.c. au premier semestre de 1999 à 6 p.c. le 21 mars 2000. Ces décisions ont été la conséquence, notamment, de l'amélioration de l'activité au niveau mondial, de la remontée du prix des matières premières, de la vigueur de la demande intérieure et de la situation tendue sur le marché du travail.

Au Japon, où les signes de reprise de l'activité ont été assez mitigés, la politique monétaire est restée inchangée, l'objectif pour le taux du call money demeurant fixé à 0,15 p.c.

Après avoir relevé le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosysteme, de 2,5 p.c. à son niveau initial de 3 p.c., le 4 novembre 1999, le Conseil des gouverneurs de la BCE a encore haussé ce taux, ainsi que ceux des facilités de dépôt et de prêt marginal, les 3 février, 16 mars et 27 avril, à concurrence de 25 points de base chaque fois. Par ces décisions, le Conseil a poursuivi sa politique consistant à réagir de manière préventive aux risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. En ce qui concerne le premier pilier de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosysteme, l'écart prolongé de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence de 4,5 p.c. et la vive expansion du crédit au secteur privé témoignaient de conditions de liquidité généreuses dans la zone euro. S'agissant du second pilier, la plupart des indicateurs et des prévisions faisaient aussi apparaître des risques à la hausse pour l'évolution des prix à moyen terme. En particulier, le renchérisse-

GRAPHIQUE 4 – EVOLUTIONS FINANCIERES DANS LES PRINCIPAUX PAYS ET DANS LA ZONE EURO



Sources : BRI, BCE, BNB.

<sup>1</sup> Taux interbancaires à trois mois.<sup>2</sup> Fin du mois.

ment du pétrole jusqu'au début de mars, la dépréciation de l'euro et la forte reprise conjoncturelle dans la zone euro appelaient une politique monétaire moins expansionniste. Le Conseil des gouverneurs a considéré que sa détermination à ne pas tolérer des pressions durables à la hausse sur les prix était la meilleure contribution

que la politique monétaire pouvait apporter pour garantir la persistance d'une croissance qui s'annonçait plus forte qu'elle ne l'a jamais été au cours de la dernière décennie.

Le début de l'année 2000 a vu le retournement de la tendance à la hausse des taux d'intérêt à

long terme observée tout au long de l'année précédente aux Etats-Unis et dans la zone euro. Aux Etats-Unis, la forte remontée de ces taux en 1999 avait principalement fait suite au dynamisme de la demande intérieure. Malgré la poursuite d'une croissance élevée de la productivité, la demande intérieure avait progressé plus vite que la production potentielle, engendrant des tensions grandissantes sur le marché du travail. Différents facteurs ont contribué au repli subséquent des taux à long terme, ceux à dix ans passant de 6,8 p.c. en moyenne en janvier à 6,1 p.c. en avril. Les hausses répétées du taux des fonds fédéraux, et la détermination réaffirmée de poursuivre cette politique à l'avenir, si nécessaire, ont contribué à calmer les anticipations inflationnistes. A partir de mars, la baisse substantielle du prix du pétrole, faisant suite à la décision de l'OPEP d'augmenter sa production, a aussi réduit les anticipations d'inflation. Par ailleurs, l'annonce faite par le Trésor américain, au début de février, de son intention de réduire fortement l'émission des emprunts aux durées les plus longues et de commencer à racheter des obligations avant leur échéance a pesé sur les taux. La récente augmentation de la volatilité sur les marchés boursiers a également pu soutenir les marchés obligataires.

La même évolution des taux longs a été observée dans la zone euro, quoique moins marquée et avec un certain retard par rapport à celle prévalant aux Etats-Unis : les taux allemands à 10 ans sont revenus de 5,6 p.c. en moyenne en janvier à 5,2 p.c. en avril. Outre un effet de contagion des taux américains et l'action de facteurs communs – la baisse du prix du pétrole et l'incertitude sur les marchés boursiers –, des causes spécifiques à la zone euro, telles que le relèvement des taux de l'Eurosystème et des accords salariaux qui se sont révélés plus modérés que ne le prévoient les marchés, ont également contribué au retournement de tendance. La comparaison des rendements des obligations nominales et indexées françaises, qu'il faut interpréter avec précaution vu le manque de liquidité des dernières, fait apparaître que le taux réel est

resté supérieur à son niveau du dernier trimestre de 1999, tandis que la prime de risque d'inflation s'est inscrite à la baisse.

Au Japon, les taux longs sont restés très stables autour de leur niveau atteint en juin 1999, continuant à osciller entre 1,7 p.c. et 1,9 p.c. Ce statu quo, qui est le reflet d'une politique monétaire inchangée, s'explique par l'incertitude entourant toujours les perspectives d'une reprise de l'activité.

Après s'être déprécié au cours des deux premiers mois de l'année vis-à-vis du dollar des Etats-Unis et de l'euro, le yen s'est apprécié en mars et en avril, le rapport Tankan de la Banque du Japon notamment laissant entrevoir de meilleures perspectives de croissance. Quant au dollar, il a poursuivi son appréciation vis-à-vis de l'euro, en dépit de l'amélioration constante des prévisions économiques pour la zone euro. Les marchés des changes ont semblé prêter plus d'attention au prolongement de la croissance soutenue aux Etats-Unis qu'aux signes clairs d'une accélération de la croissance dans la zone euro. Les récentes perturbations sur les marchés boursiers n'ont guère eu de répercussion sur le cours de change du dollar.

Durant le premier trimestre de l'année 2000, les principaux marchés boursiers ont été globalement orientés à la hausse. Toutefois, une forte volatilité est apparue dès le mois de mars. Aux Etats-Unis, les indices S&P500 et Nasdaq ont connu des évolutions divergentes : le second, qui comprend plus de valeurs dites technologiques, a poursuivi son ascension rapide jusqu'à la mi-mars, alors que le premier, qui concerne des valeurs plus traditionnelles, a été en recul; un rééquilibrage s'est produit ensuite, le Nasdaq perdant près de 20 p.c. entre fin février et fin avril, tandis que le S&P500 gagnait 6 p.c. pour dépasser son niveau de la fin de l'année 1999. Les bourses européennes ont été principalement soutenues par la hausse rapide des cours dans les secteurs des télécommunications et de la technologie. En mars 2000, l'indice EURO



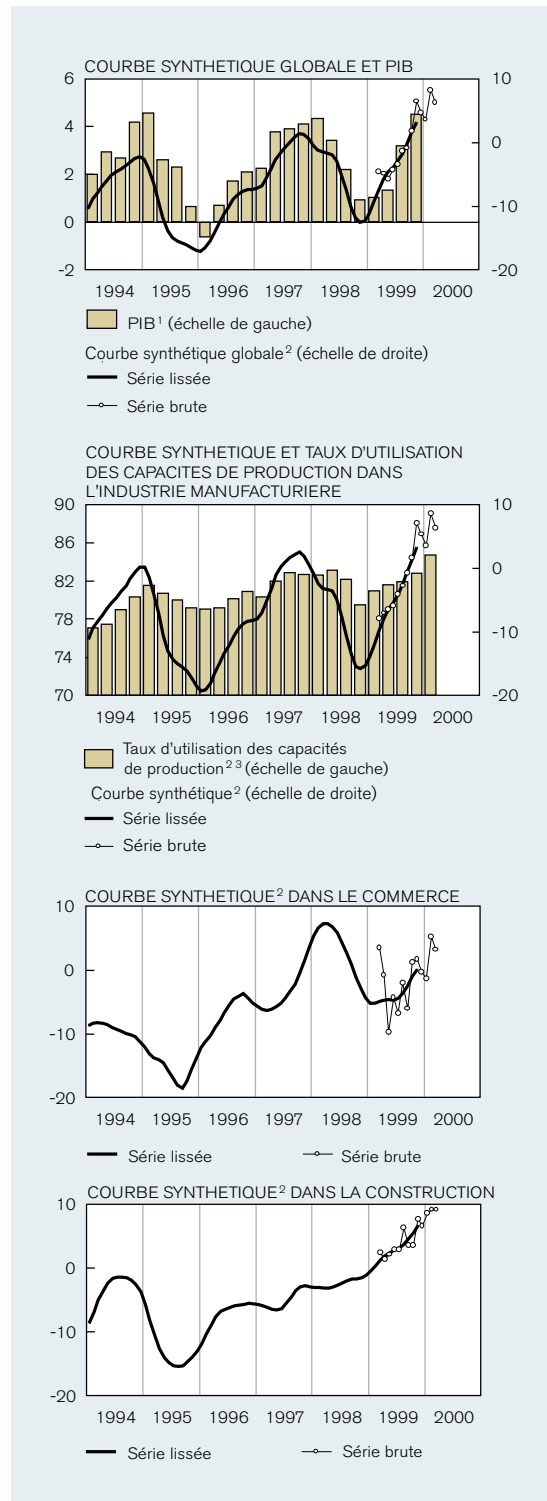
STOXX large dépassait de 16 p.c. son niveau de décembre 1999, mais la correction des valeurs technologiques durant le mois d'avril a ramené ce gain à 10 p.c. Au Japon, l'indice Nikkei 225 a continué de s'apprécier jusqu'en mars 2000, au rythme du lent rétablissement de l'activité dans l'archipel.

## II. ACTIVITE ECONOMIQUE

### 1. APERÇU

En 2000, le PIB à prix constants progresserait, en Belgique, de 3,8 p.c. par rapport à l'année précédente, soit la croissance la plus forte de la décennie et 1,3 point de pourcentage de plus qu'en 1999. Le rythme moyen de hausse de l'activité pendant une année donnée n'est pas uniquement déterminé par la vigueur de l'économie au cours de cette année, mais dépend aussi du profil de l'activité les douze mois précédents. Ainsi, l'économie belge, après un début d'année atone et sous l'impulsion d'une demande étrangère en forte progression, a enregistré une reprise très nette au second semestre de 1999. Celle-ci a entraîné un important acquis de croissance pour 2000 : si l'activité se maintenait sur l'ensemble de l'année 2000 au niveau du quatrième trimestre de l'année dernière, la croissance économique atteindrait 1,8 p.c. cette année. Un même exercice pour l'année 1999 montre qu'il n'y avait eu, alors, qu'un faible acquis de croissance. Lors d'une comparaison entre l'activité économique en 1999 et en 2000, il convient également de tenir compte du fait que les effets de la crise de la dioxine ont réduit d'environ 0,25 point de pourcentage la croissance économique moyenne en 1999, et ont relevé celle-ci du même pourcentage en 2000. Pour parvenir à une croissance économique de 3,8 p.c. sur l'ensemble de 2000, il suffit que l'activité augmente de 0,75 p.c. en moyenne de trimestre en trimestre, soit une hausse à peine supérieure à la moitié du rythme d'augmentation observé au second semestre de 1999.

GRAPHIQUE 5 — INDICATEURS DE CONJONCTURE RECENTS POUR LA BELGIQUE



Sources : ICN, BNB.

<sup>1</sup> Pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

<sup>2</sup> Données corrigées des variations saisonnières.

<sup>3</sup> Pourcentages.

Les indicateurs déjà disponibles pour 2000 signalent d'ailleurs que l'expansion se poursuit. L'indicateur de conjoncture synthétique global de la Banque, dont l'évolution correspond généralement de très près au rythme de croissance annuel de l'activité économique, a prolongé, au premier trimestre de 2000, la hausse amorcée au début de 1999 et a ainsi atteint un niveau historiquement élevé. La poursuite de l'amélioration du climat conjoncturel dans l'ensemble des branches faisant l'objet des enquêtes de conjoncture indique que la croissance économique repose sur une large assise.

En ce qui concerne l'industrie manufacturière, qui dépend essentiellement de la demande extérieure, des signaux à ce point positifs n'avaient jamais été observés dans les enquêtes mensuelles de conjoncture. Le taux d'utilisation des capacités de production y a d'ailleurs progressé pour atteindre 84,7 p.c. en mars 2000, soit quelque 6,5 points de pourcentage de plus que la moyenne à long terme.

Dans les deux autres branches d'activité dont les résultats sont pris en compte lors des enquêtes mensuelles pour le calcul de l'indicateur synthétique global de la Banque, c'est-à-dire la construction et le commerce, le climat conjoncturel est aussi resté nettement orienté à la hausse dans les premiers mois de 2000.

Les évolutions macroéconomiques justifient également une vision optimiste du proche avenir. Compte tenu du poids important des exportations dans la demande finale, la forte reprise des principaux débouchés de la Belgique et le renforcement de la compétitivité résultant de la dépréciation de l'euro contribuent largement à la vigueur de la croissance. L'amélioration persistante du marché du travail, la diminution de la pression fiscale et parafiscale pesant sur le travail, des augmentations conventionnelles de salaires qui accroissent le revenu disponible des particuliers tout en n'affectant pas la santé financière des entreprises et les perspectives favorables de la demande sont en outre le garant

d'une forte confiance et d'une demande intérieure élevée.

## *2. EVOLUTION ATTENDUE DES PRINCIPALES CATEGORIES DE DEPENSES*

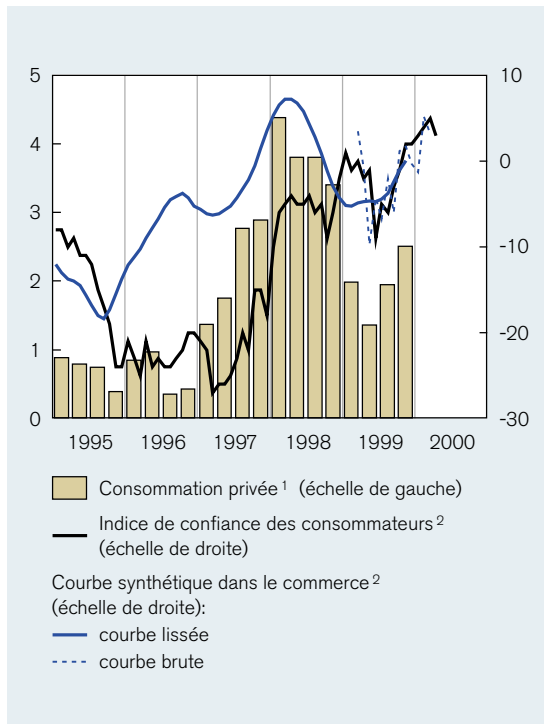
Du côté des dépenses intérieures, les moteurs les plus importants de la croissance en 2000 seraient les dépenses de consommation finale des particuliers et les investissements des entreprises. En outre, contrairement à l'année précédente, la progression de la demande intérieure ne serait plus freinée par une diminution des stocks.

Alors qu'ils avaient été orientés plutôt négativement dans la première moitié de 1999, les indicateurs de confiance des consommateurs et du commerce se sont résolument inscrits en hausse à partir de l'été de l'année dernière. Les indications disponibles sur l'évolution de la consommation privée au cours des premiers mois de 2000 confirment la vigueur de celle-ci. A la fois l'indicateur de confiance des ménages, celui du commerce et les immatriculations de voitures neuves ont atteint des records.

La croissance de la consommation privée s'est redressée dès le second semestre de 1999. En moyenne annuelle, elle atteindrait 3 p.c. en 2000, soit un point de plus que l'année précédente. Cette progression résulterait de l'accélération de la croissance réelle du revenu disponible des ménages, estimée à 1,6 p.c. en 1999 et à 2,7 p.c. cette année.

L'augmentation plus lente des salaires et traitements bruts réels – principale composante du revenu primaire brut des ménages – ne doit pas être considérée isolément sans tenir compte de la ponction fiscale et parafiscale, puisque c'est la rémunération nette qui est déterminante pour la consommation. Or, ces prélèvements, comparables dans leur évolution aux transferts courants versés par les particuliers aux pouvoirs pu-

GRAPHIQUE 6 – CONSOMMATION PRIVEE EN BELGIQUE ET INDICATEURS DE CONJONCTURE



Sources : CE, ICN, BNB.

<sup>1</sup> Pourcentages de variation à prix constants par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

<sup>2</sup> Données corrigées des variations saisonnières.

blics, devraient croître moins rapidement que la masse salariale brute en 2000. Dès lors, la masse salariale nette devrait progresser, en termes réels, dans une fourchette allant de 2,5 à 3 p.c. La raison principale de cette croissance soutenue réside dans la forte progression de l'emploi. Néanmoins, une indexation des salaires – basée sur l'indice-santé – plus modérée que la progression des prix à la consommation ampute quelque peu la hausse du revenu net réel du travail à laquelle on pourrait s'attendre au vu des bonnes performances du marché du travail.

Les autres catégories de revenus primaires des ménages augmenteraient plus rapidement en 2000 qu'en 1999.

Contrairement aux années précédentes, l'évolution des rendements devrait renforcer l'effet de

l'accroissement tendanciel de l'épargne financière, de sorte que les revenus de la propriété augmenteraient de plus de 5 p.c. en termes nominaux, ce qui représente une progression de quelque 3,3 p.c. en termes réels. En effet, les bons résultats des sociétés en 1999 devraient donner lieu à une distribution de dividendes plus élevés, tandis que les mouvements des taux, à la hausse pour le court terme et légèrement à la baisse pour le long terme, devraient favoriser les ménages, puisque la part des instruments à long terme est plus importante dans leurs engagements que dans leurs avoirs.

Le revenu réel des propriétaires entrepreneurs et l'excédent brut d'exploitation des ménages augmenteraient l'un et l'autre de plus de 2,5 p.c. en 2000. Dans le premier cas, cette progression résulterait de la croissance soutenue de leur activité, alors qu'en 1999 la crise de la dioxine avait, dans certaines branches, pesé sur les revenus d'exploitation. Dans le cas de l'excédent brut d'exploitation, c'est la progression des loyers, tant réellement perçus qu'imputés, qui est à l'origine de l'augmentation.

La progression en termes réels des transferts perçus par les particuliers en provenance des pouvoirs publics, qui sont constitués principalement de revenus de remplacement, serait, comme en 1999, relativement modérée. Les effets de la réduction du nombre d'allocataires sociaux émergeant au régime de l'assurance-chômage, ainsi qu'une croissance moins importante qu'en 1999 des dépenses de soins de santé se feraient ainsi sentir.

Malgré une progression réelle du revenu disponible des particuliers plus vive que les années précédentes, la croissance des dépenses de consommation lui serait encore légèrement supérieure. En raison de la poursuite du renforcement de la confiance dans la situation économique future et dans l'évolution du chômage, et par conséquent dans leur situation financière, on peut s'attendre à ce que les particuliers réduisent leur taux d'épargne pour la septième année

TABLEAU 2 – REVENU DISPONIBLE DES PARTICULIERS

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

	A prix courants			A prix constants <sup>4</sup>		
	1998	1999 e	2000 e	1998	1999 e	2000 e
Revenu primaire brut .....	3,8	2,8	4,3	3,0	1,7	2,3
Salaires et traitements .....	3,8	3,5	4,0	2,9	2,4	1,9
Revenu de la propriété <sup>1</sup> .....	2,4	-1,1	5,4	1,5	-2,2	3,3
Rémunérations et profits de propriétaires entrepreneurs .....	5,6	2,2	4,8	4,7	1,0	2,7
Excédent d'exploitation .....	3,9	3,5	4,7	3,1	2,3	2,6
Transferts courants nets versés <sup>2</sup> .....	4,2	3,2	2,3	3,4	2,1	0,3
dont:						
En provenance et à destination des pouvoirs publics .....	4,7	2,7	2,5	3,8	1,6	0,5
Transferts reçus .....	2,6	2,5	3,3	1,8	1,3	1,3
Transferts versés .....	3,5	2,6	2,9	2,7	1,4	1,0
Revenu disponible brut .....	3,7	2,7	4,7	2,9	1,6	2,7
<i>p.m. Taux d'épargne<sup>3</sup></i> .....	<i>16,7</i>	<i>16,4</i>	<i>16,1</i>			

Sources : ICN, BNB.

<sup>1</sup> Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les revenus de la propriété reçus d'autres secteurs et versés à d'autres secteurs.<sup>2</sup> Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et les transferts versés à d'autres secteurs, à l'exclusion des transferts en nature.<sup>3</sup> Pourcentages du revenu primaire brut.<sup>4</sup> Données déflatées au moyen du déflateur de la consommation privée.

consécutives : en 2000, ils épargneraient un peu plus de 16 p.c. de leur revenu disponible.

Les investissements en logements devraient progresser de 1,6 p.c. en termes réels en 2000, alors qu'ils étaient demeurés stables l'année précédente. En effet, malgré une hausse des taux d'intérêt hypothécaires et des prix pratiqués dans la construction, et en dépit de l'accroissement important du prix des terrains à bâtir dans certaines régions ces dernières années, le volume des projets résidentiels définitifs auprès des architectes s'est de nouveau inscrit en hausse depuis la seconde moitié de 1999. Compte tenu du caractère précurseur de trois trimestres de cet indicateur, les dépenses de logement reprendraient au début de 2000.

Avec une croissance en volume de 5,6 p.c., les investissements des entreprises augmenteraient

plus rapidement que le PIB pour la sixième année consécutive. Exprimé à prix constants, le taux d'investissement dépasserait le sommet de 1990. En raison d'une évolution modérée des prix des biens d'équipement, le taux d'investissement en valeur resterait toutefois en retrait.

Actuellement, toutes les conditions d'un climat favorable à l'investissement semblent remplies. Selon l'enquête trimestrielle de la Banque dans l'industrie manufacturière, le degré d'utilisation des capacités de production se situe à un niveau historiquement très élevé depuis la fin de 1999. Parallèlement, la part des entreprises qui déclarent disposer de capacités plus que suffisantes a diminué de plus d'un quart depuis la fin de 1998. Les investissements devraient dès lors continuer d'être importants, pour faire face à des perspectives de demande dynamiques tant sur le marché intérieur que sur les marchés à

TABLEAU 3 — PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AUX PRIX DE 1995

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

	1996	1997	1998	1999	2000 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	0,6	2,2	3,8	2,0	3,0
Logements .....	-4,0	4,9	2,3	0,1	1,6
Dépenses publiques .....	1,5	0,5	1,4	3,4	2,2
Dépenses de consommation finale .....	2,3	...	1,4	2,8	2,4
Investissements .....	-7,5	6,7	1,0	10,9	0,1
Formation brute de capital fixe des entreprises <sup>1</sup>	4,3	7,1	4,5	6,6	5,6
Variation des stocks <sup>2</sup> .....	-0,3	0,1	0,8	-1,0	0,3
Total des dépenses intérieures .....	0,8	2,7	4,1	1,8	3,5
Exportations de biens et services .....	1,3	6,7	4,2	5,0	9,1
Importations de biens et services .....	1,0	5,8	6,3	4,1	9,0
Exportations nettes de biens et services <sup>2</sup> .....	0,3	0,9	-1,2	0,8	0,4
PIB .....	1,0	3,5	2,7	2,5	3,8

Sources : ICN, BNB.

<sup>1</sup> Y compris les indépendants et les institutions sans but lucratif au service des ménages.<sup>2</sup> Contribution à la variation du PIB.

l'exportation. Les conditions de financement des investissements sont également favorables. D'une part, la rentabilité des entreprises s'est établie à un niveau élevé depuis 1997, et devrait s'y maintenir en 2000, favorisant l'autofinancement des investissements. D'autre part, les taux d'intérêt sur les crédits d'investissement, même s'ils ont été quelque peu relevés dans la seconde moitié de 1999, et les conditions d'appel aux capitaux, y compris par de nouvelles introductions en bourse, permettent un financement externe relativement peu onéreux.

Comme l'année précédente, les investissements des pouvoirs publics seraient soutenus par les programmes de travaux publics engagés à l'approche des élections communales. Toutefois, les ventes de bâtiments prévues pour cette année annuleraient complètement cette progression, de sorte qu'au total les investissements publics demeureraient stables en 2000. Les dépenses de consommation publique, quant à elles, augmenteraient de 2,4 p.c. en volume, contre une progression de 2,8 p.c. en 1999. Cette décelé-

ration proviendrait du ralentissement des dépenses de soins de santé et des achats de biens et services.

Selon les réponses aux enquêtes de conjoncture, les entreprises considèrent que le niveau des stocks est globalement adéquat, étant donné l'environnement conjoncturel. Au contraire, au début de 1999, elles avaient fortement réduit leurs stocks en réaction à la baisse inattendue de la demande extérieure observée à ce moment. Cette différence de comportement des entreprises mènerait en 2000 à une contribution positive des variations de stocks à la croissance, à hauteur de 0,3 p.c., contre une contribution négative de 1 p.c. l'année précédente.

Au total, la croissance de la demande intérieure devrait atteindre 3,5 p.c. en 2000, soit près du double de l'année précédente.

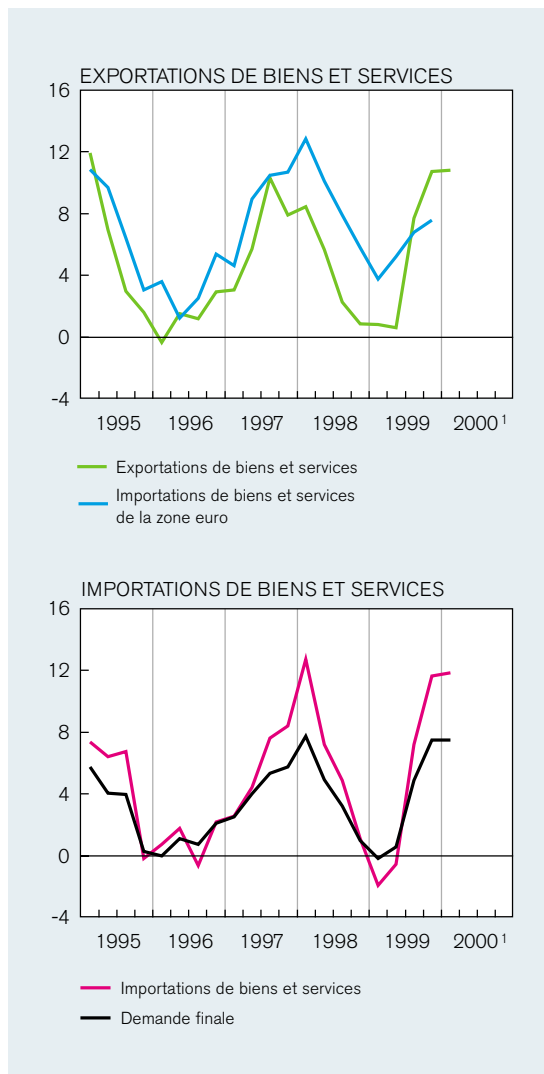
Alors que la croissance des exportations en volume s'était quasiment interrompue à la fin de 1998 en raison de la crise internationale,

une forte reprise s'est produite à partir de la mi-1999 : sur une base annuelle, les exportations de biens et services ont progressé de respectivement 7,7 et 10,7 p.c. aux troisième et quatrième trimestres de 1999. Cette hausse s'est poursuivie au premier trimestre 2000. Selon les statistiques du commerce extérieur, le volume des exportations a ainsi été, au cours des deux premiers mois de l'année, de plus de

10 p.c. plus élevé que pendant la période correspondante de l'année dernière et, selon les enquêtes mensuelles de conjoncture de la Banque, les commandes étrangères ont continué d'augmenter pendant les trois premiers mois de l'année.

GRAPHIQUE 7 — EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES

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



Sources : CE, ICN, BNB.

<sup>1</sup> Estimation grossière sur la base de données de la statistique du commerce extérieur pour les mois de janvier et février, et d'indications tirées des enquêtes de conjoncture.

Comme pour le PIB, un important effet de niveau, lié à la reprise de la demande étrangère dans le courant de l'année passée, joue également un rôle dans la progression moyenne des exportations de biens et services en 2000. Dans l'hypothèse où les exportations ne feraient que se maintenir pendant l'ensemble de l'année au niveau atteint à la fin de l'année dernière, la hausse des exportations atteindrait déjà, en 2000, environ 5 p.c. à prix constants. Au total, les exportations devraient croître d'un peu plus de 9 p.c. cette année, près du double de la hausse enregistrée en 1999.

Plusieurs facteurs expliquent cette très forte croissance. Premièrement, la croissance des débouchés étrangers s'accélérait, passant d'un peu plus de 5 p.c. en 1999 à quelque 8 p.c. en 2000. Comme il a été mentionné au premier chapitre, l'ensemble des partenaires commerciaux importants enregistreraient une nette croissance économique, qui se traduirait par une vive demande d'importations, qui devrait accroître les opportunités d'exportation de la Belgique.

De plus, grâce à la maîtrise persistante des coûts salariaux par unité produite, qui est expliquée ci-dessous, et à la suite de la dépréciation de l'euro, la position concurrentielle des entreprises belges évoluera favorablement.

Enfin, il convient également de rappeler que les exportations de produits agricoles ont temporairement été affectées, l'année dernière, par la crise de la dioxine. Le secteur dans son ensemble s'est entre-temps complètement redressé et la demande a retrouvé un niveau normal. La disparition de ce frein à une partie de l'offre d'exportations de la Belgique explique à concurrence de près de 1 point de pourcentage l'accé-

lération de la croissance annuelle moyenne attendue des exportations de biens et services.

Au cours de la période allant de 1997 à 2000, les exportations, en volume, devraient donc progresser de plus d'un quart. Cela ne s'est plus produit depuis la période de haute conjoncture observée à la fin des années quatre-vingt.

La forte augmentation de la demande finale, notamment des catégories de dépenses à haut contenu d'importations, comme les exportations, les investissements des entreprises et la consommation de biens durables, devraient évidemment entraîner également une croissance élevée des importations de biens et services. L'accélération des importations serait toutefois quelque peu tempérée par l'amélioration de la position concurrentielle des entreprises belges. Alors que le volume d'importations aurait augmenté de seulement environ 4 p.c. en 1999, entre autres à la suite de la faible croissance des exportations au début de l'année et de la contraction des stocks, une hausse de 9 p.c. est prévue en 2000.

Alors que les volumes d'exportations et d'importations progresseraient à peu près au même rythme en 2000, les exportations nettes de biens et services, contribueraient à concurrence de quelque 0,4 p.c. à la croissance du PIB, en raison de l'effet de niveau. Ceci constituerait néanmoins un recul de près de la moitié par rapport à l'année passée.

### III. COÛTS SALARIAUX ET MARCHÉ DU TRAVAIL

#### 1. COÛTS SALARIAUX

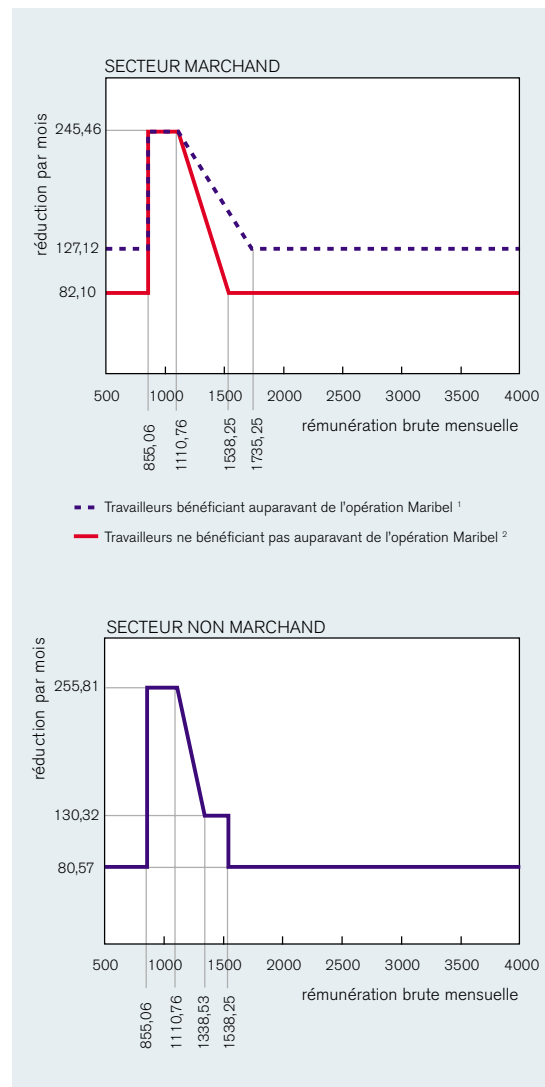
Après une accélération de leur rythme de croissance en 1999, les coûts salariaux par équivalent temps plein dans les entreprises devraient croître un peu plus lentement en 2000, en

raison principalement de l'intensification de la politique d'abaissement des cotisations des employeurs à la sécurité sociale.

En effet, en avril 2000, de nouvelles réductions, évaluées à 1,1 milliard d'euros, sont entrées en

GRAPHIQUE 8 — SYSTEME DE REDUCTIONS STRUCTURELLES DES COTISATIONS DE SECURITE SOCIALE DES EMPLOYEURS A PARTIR DU 1<sup>er</sup> AVRIL 2000

(en euros)



<sup>1</sup> C'est-à-dire les ouvriers à l'exclusion de ceux relevant de certaines commissions paritaires spécifiques (pétrole, gaz et électricité, institutions financières, assurances).

<sup>2</sup> C'est-à-dire les employés et les ouvriers relevant des commissions paritaires citées ci-dessus.

<sup>3</sup> Secteurs socio-culturels, de la santé et de l'action sociale. Outre les réductions structurelles de cotisations proprement dites, le graphique illustre également la réduction forfaitaire correspondant au « Maribel social ».

vigueur, marquant une nette accélération dans l'application du plan pluriannuel de réductions de 1999. En 2000, quelques 2,2 milliards d'euros sont désormais consacrés au système de réductions structurelles des charges sociales patronales dans le secteur marchand. Ce système se base sur des réductions forfaitaires et partiellement dégressives par rapport au montant de rémunération, de sorte que les diminutions sont proportionnellement plus fortes pour les salaires les plus faibles.

Les réductions structurelles représentent un montant maximal de 245,46 euros par mois pour des rémunérations brutes mensuelles comprises entre 855,06 et 1.110,7 euros (légèrement supérieure au revenu mensuel minimum moyen garanti), soit une diminution comprise entre 21,4 p.c. et 16,5 p.c. du coût salarial. Les réductions sont ensuite dégressives pour des rémunérations jusqu'à 1.735,25 euros pour les travailleurs qui bénéficiaient auparavant de la mesure Maribel, essentiellement des ouvriers, et jusqu'à 1.538,25 euros pour les autres. Cette tranche de rémunérations correspond plus ou moins à celle d'application dans le cadre de l'an-

cienne mesure sur les bas salaires. Les abaissements structurels allègent les coûts salariaux dans cette tranche d'au moins 10 p.c. Au-delà de ces montants de rémunération, la réduction est fixée à 127,12 euros par mois pour les uns et à 82,10 euros pour les autres.

Un dispositif particulier s'applique aux travailleurs du secteur non-marchand, pour lesquels l'employeur bénéficie d'un « Maribel social » sous condition que les réductions ainsi octroyées soient consacrées à des embauches compensatoires. La réduction de cotisation s'élève actuellement à 80,57 euros par mois par travailleur. En 2000, le coût budgétaire du « Maribel social » a été estimé à 0,3 milliard d'euros. Outre cette réduction forfaitaire des cotisations, les travailleurs de ce secteur bénéficient également, dans le cadre de la baisse structurelle des cotisations patronales à la sécurité sociale, de réductions complémentaire pour les bas salaires.

Aussi depuis le 1<sup>er</sup> avril 2000, le système de réductions structurelles des cotisations de sécurité sociale est complété par des mesures spécifiques en faveur de l'emploi des jeunes peu quali-

TABLEAU 4 – COÛTS SALARIAUX DANS LES ENTREPRISES<sup>1</sup>

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

	1997	1998	1999 e	2000 e
Coûts salariaux par équivalent temps plein .....	3,2	2,3	2,8	2,5
Augmentations résultants de:				
Indexations .....	1,5	1,2	1,1	1,5
Adaptations conventionnelles .....	0,2	0,7	0,5	1,1
Cotisations sociales effectives à charge des employeurs versées aux administrations publiques <sup>2</sup> .....	0,4	-0,3	-0,2	-1,2
Autres <sup>3</sup> .....	1,1	0,7	1,3	1,1
Productivité par équivalent temps plein .....	3,9	2,0	2,2	3,0
Coûts salariaux par unité produite <sup>4</sup> .....	-0,6	0,3	0,5	-0,5

Sources: MET, ICN, BNB.

<sup>1</sup> Entreprises publiques et privées.

<sup>2</sup> Contribution à l'augmentation des coûts salariaux par équivalent temps plein.

<sup>3</sup> Cette rubrique comprend les augmentations accordées sous la forme de prime unique, les augmentations accordées par les entreprises au-delà des adaptations conventionnelles, l'incidence des cotisations sociales autres que celles versées aux administrations publiques, le glissement des salaires résultant d'une modification dans la composition et la structure de l'emploi, le glissement des salaires découlant des mesures d'activation des allocations de chômage, l'incidence de la modification de la durée effective du travail par équivalent temps plein et les erreurs et omissions.

<sup>4</sup> Par unité de valeur ajoutée à prix constants dans les entreprises.



fiés. En fonction de critères précis, un employeur peut, dans le cadre d'une convention premier emploi des jeunes («plan Rosetta»), bénéficier de réductions de cotisations sociales supplémentaires pour les jeunes qui n'ont pas dépassé le niveau de l'enseignement secondaire inférieur. En 2000, le coût budgétaire de la mesure, dont les détails sont commentés dans la partie III.2 ci-après, a été évalué à 0,1 milliard d'euros.

Au total, les nouvelles réductions auraient pour effet de freiner l'augmentation des coûts salariaux moyens par équivalent temps plein d'environ 1,2 p.c. en 2000.

Par ailleurs, l'adaptation des salaires à l'évolution des prix se traduirait par une augmentation des coûts salariaux par équivalent temps plein limitée à 1,5 p.c. en 2000. Cette adaptation ne refléterait donc que partiellement l'augmentation de l'indice des prix à la consommation nationale, qui s'élèverait à 2 p.c. Cet écart résulte, d'une part, de l'exclusion de la plupart des produits pétroliers dans le calcul de l'indice-santé, qui sert de référence pour les mécanismes d'indexation, et, d'autre part, des modalités d'application des différents mécanismes d'indexation, qui impliquent un retard par rapport à l'évolution de l'indice-santé.

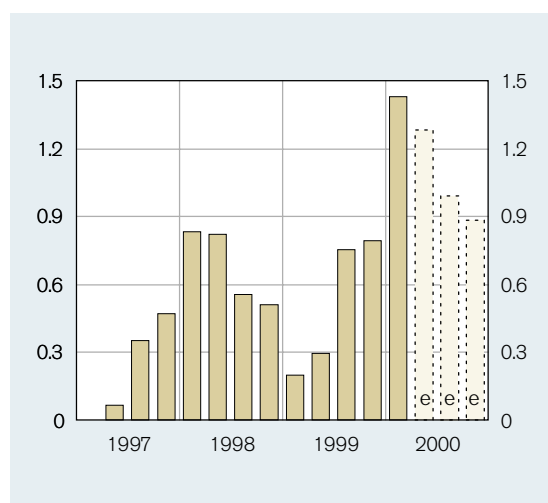
L'effet des adaptations conventionnelles qui résultent des accords négociés en 1999 pour la période 1999-2000 est estimé à 1,1 p.c. en 2000, contre 0,5 p.c. seulement en 1999. Cette progression plus importante au cours de la seconde année de la période couverte par les accords résulterait en partie de ce que dans de nombreux cas les négociations se sont poursuivies au-delà des premiers mois de 1999 de sorte que les hausses de salaires ne sont réellement survenues qu'à partir du milieu de l'année écoulée. En outre, les augmentations salariales des employés sont plus nombreuses en 2000. Ainsi, un certain nombre de conventions, (telles que celles conclues dans le secteur financier, la chimie, l'industrie alimentaire, les fabrications métalliques, l'industrie hôtelière, ainsi que la con-

vention signée au sein de la commission paritaire nationale auxiliaire pour employés) qui concernent près d'un tiers des travailleurs, comporte des augmentations salariales au 1<sup>er</sup> janvier 2000.

D'autres facteurs contribuent aussi à la hausse des coûts salariaux par équivalent temps plein, dont les plus importants sont le glissement des salaires et la variation du nombre d'heures prestées par équivalent temps plein. Ainsi, en 2000, la reprise économique marquée se traduirait par une réduction du chômage temporaire, dont l'impact sur l'évolution des coûts salariaux par équivalent temps plein est estimé à 0,5 p.c. En revanche, l'incidence du glissement des salaires est estimé à 0,4 p.c. Ce glissement résulte des modifications dans la structure de l'emploi et, les dernières années, des politiques d'activation des allocations de chômage et de promotion de l'emploi des travailleurs peu qualifiés. Enfin, les augmentations salariales octroyées au niveau des entreprises semblent jouer un rôle de plus en plus important dans la formation des salaires, sans que l'on puisse en mesurer directement l'importance.

#### GRAPHIQUE 9 – ADAPTATIONS CONVENTIONNELLES<sup>1</sup>

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



Source : MET.

<sup>1</sup> Adaptations conventionnelles réelles des ouvriers et des employés.

Au total, les coûts salariaux par équivalent temps plein progresseraient de 2,5 p.c. en 2000 contre 2,8 p.c. en 1999. Les gains de productivité élevés, associés à la reprise de l'activité en 2000, compenseraient largement l'augmentation des coûts salariaux par équivalent temps plein, de sorte que les coûts salariaux par unité produite diminueraient de 0,5 p.c.

## 2. MARCHE DU TRAVAIL

Sur le marché du travail, la situation devrait continuer de s'améliorer. La hausse du nombre de postes de travail s'accélérerait nettement, pour passer de 0,9 p.c. en 1999 à 1,3 p.c. en 2000, ce qui représente 50.000 emplois supplémentaires. L'expérience des dernières années montre que le rythme d'accroissement de l'emploi suit celui du PIB avec un retard de trois à quatre trimestres. La hausse de l'emploi en 2000 se produirait surtout dans les entreprises, plus particulièrement dans l'emploi salarié, où on estime à 44.000 le nombre de postes de travail qui seraient créés. Le volume de travail y progresserait

d'ailleurs pour la première fois depuis plusieurs années plus fortement que le nombre d'emplois. L'écart entre les deux est déterminé par l'évolution du nombre d'heures prestées par personne occupée, pour laquelle l'importance du travail à temps partiel, la durée conventionnelle de travail et le chômage temporaire jouent un rôle. Les deux premiers éléments évolueraient, en 2000, de la même manière que les années précédentes : la part du travail à temps partiel augmenterait légèrement et la durée conventionnelle de travail resterait inchangée. Avec la reprise de l'activité économique, les entreprises auraient surtout moins recours au système du chômage temporaire, ce qui explique la hausse plus rapide du volume de travail.

L'évolution favorable de l'emploi ne résulte pas seulement du meilleur climat économique. La modération salariale continue des dernières années y a incontestablement aussi participé, de même que la politique de l'emploi menée les dernières années et les nouveaux accents que celle-ci a reçus en 2000. L'attention est essentiellement consacrée, dans la politique actuelle,

TABLEAU 5 – EVOLUTIONS SUR LE MARCHE DU TRAVAIL

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

	1996	1997	1998	1999 e	2000 e
A. Demande et offre d'emplois (nombres)					
Emploi total .....	0,4	0,8	1,2	0,9	1,3
Emploi salarié total .....	0,3	1,1	1,7	1,1	1,6
Emploi salarié dans les entreprises .....	0,2	1,1	2,1	1,3	1,8
Population en âge de travailler .....	...	...	...	0,1	0,1
Population active .....	0,1	0,4	0,4	...	0,3
<i>p.m. taux d'emploi</i> <sup>1</sup> .....	56,4	56,8	57,5	57,9	58,6
<i>p.m. taux d'activité</i> <sup>1</sup> .....	65,1	65,3	65,5	65,4	65,6
<i>p.m. taux de chômage harmonisé</i> <sup>2</sup> .....	9,7	9,4	9,5	9,0	8,3
B. Evolution du volume de travail <sup>3</sup>					
Volume de travail total .....	0,2	0,3	0,8	0,5	1,3
Volume de travail salarié total .....	0,1	0,6	1,2	0,7	1,6
Volume de travail salarié dans les entreprises .....	...	0,7	1,8	1,0	2,0

Sources : Eurostat, ICN, MET, BNB, INS, BFP, ONEM.

<sup>1</sup> Moyennes annuelles exprimées en pourcentage de la population en âge de travailler.

<sup>2</sup> Moyennes annuelles exprimées en pourcentage de la population active.

<sup>3</sup> Le volume de travail correspond au nombre d'équivalents temps plein, multiplié par la durée conventionnelle de travail sur une base annuelle et corrigé pour tenir compte des heures non prestées par les travailleurs en chômage temporaire.

aux allègements structurels de charges déjà mentionnés, aux premiers emplois et à la lutte contre les pièges à l'emploi.

La loi relative au premier emploi des jeunes, le «plan Rosetta», est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> avril 2000 et remplace l'ancien système du stage des jeunes. La nouvelle loi stipule que les employeurs<sup>1</sup> qui occupent au moins 50 travailleurs doivent engager des jeunes dans le cadre d'une convention de premier emploi à concurrence de 3 p.c. de l'effectif en équivalents temps plein de leur personnel au 30 juin de l'année précédente. L'engagement de jeunes doit entraîner une hausse de l'emploi et ne peut, par conséquent, être compensé par le licenciement d'autres membres du personnel. Tous les jeunes, qu'ils soient qualifiés ou moins qualifiés, peuvent bénéficier d'une convention de premier emploi s'ils appartiennent à l'une des trois catégories suivantes : (A) les jeunes de moins de 25 ans, dans les six mois qui suivent leur sortie de l'école ou la fin d'un parcours d'insertion (qui a pour objet de mieux préparer les jeunes chômeurs au marché du travail), à condition qu'ils ne soient plus soumis à l'obligation scolaire; (B) les jeunes demandeurs d'emploi de moins de 25 ans lorsqu'il y a une pénurie de jeunes de la catégorie A; (C) les jeunes demandeurs d'emploi de moins de 30 ans lorsqu'il y a une pénurie de jeunes des catégories A et B. Pour chaque jeune engagé dans le cadre d'une convention de premier emploi, l'employeur bénéficie des réductions structurelles des charges généralement applicables; pour autant qu'il s'agisse de jeunes peu qualifiés (ne possédant pas de diplôme de l'enseignement secondaire supérieur), il a aussi droit à une réduction forfaitaire des cotisations sociales globales, par personne concernée, de 495,79 euros par trimestre, à la condition qu'il engage des jeunes à concurrence d'au moins

3 p.c. de l'effectif du personnel. Pour chaque engagement d'un jeune peu qualifié au-delà de ces 3 p.c., l'employeur bénéficie d'une réduction trimestrielle de 1.115,52 euros. Si le nombre de jeunes que l'entreprise embauche sur une base volontaire représente au moins 5 p.c. de l'effectif du personnel, ce montant de 1.115,52 euros par trimestre s'applique à tous les jeunes peu qualifiés recrutés.

A la suite, notamment, de la proposition des partenaires sociaux et du Conseil supérieur de l'emploi, le gouvernement a adopté plusieurs mesures de lutte contre les pièges à l'emploi. Le piège à l'emploi est une situation dans laquelle l'incitant, pour les chômeurs, à chercher ou à accepter un emploi est insuffisant ou nul, le plus souvent parce que l'acceptation d'un emploi ne procure aucun gain de pouvoir d'achat, ou seulement un gain limité, voire même entraîne une perte de revenus. Le gouvernement a dès lors pris une dizaine de mesures pour remédier à ce problème : une simplification des plans pour l'emploi et des réductions de cotisations; le maintien d'allocations familiales majorées pour certains chômeurs ayant retrouvé un travail; une augmentation de la déductibilité fiscale des frais de crèche; l'introduction d'une prime de mobilité pour les chômeurs qui acceptent un emploi pour lequel ils doivent effectuer un long déplacement; l'introduction d'une prime d'incitation pour les chefs de ménages monoparentaux qui réintègrent le marché du travail après une période de chômage; la limitation des éventuelles saisies sur les revenus du travail; l'amélioration du statut des travailleurs à temps partiel en ce qui concerne l'allocation de revenu garanti; un meilleur accompagnement des chômeurs; des réductions spécifiques des cotisations pour les personnes rentrant sur le marché du travail et les chômeurs de longue durée; un relèvement progressif des rémunérations nettes des salariés ayant de faibles revenus.

L'incidence quantitative nette de ces mesures spécifiques de promotion de l'emploi est certes plus modeste que celle de l'activité économique,

<sup>1</sup> Les employeurs du secteur privé qui sont en difficulté (entreprises reconnues en difficulté ou en restructuration selon les mêmes critères que pour les préretraites) peuvent être totalement ou partiellement exemptés par le Ministre de l'Emploi de leurs obligations en matière de convention de premier emploi.

mais elle est significative. En 1999, les mesures d'activation des allocations de chômage (ALE, programmes de transition professionnelle et emplois « Smet ») avaient encore entraîné une importante création d'emplois. En 2000, l'augmentation du nombre de postes de travail résultant de ses dispositions serait moins importante : seuls les emplois « Smet » devraient encore progresser d'environ 6.000 unités. Le remplacement du stage des jeunes par la convention de premier emploi, entraînerait la création de quelque 5.000 emplois supplémentaires cette année. Le remplacement des travailleurs qui choisissent une interruption de carrière à temps partiel permettrait pour sa part, en 2000, la création d'environ 7.000 nouveaux postes de travail. Globalement, ces mesures spécifiques permettraient donc la création d'environ 18.000 emplois, comme en 1999.

Du côté de l'offre de travail, la population active – c'est-à-dire les personnes en âge de travailler ayant un emploi ou en cherchant un – devrait légèrement progresser. L'augmentation, à concurrence de 0,3 p.c., peut être imputée à une hausse du taux d'activité – à savoir la part de la population active dans la population en âge de travailler –, qui devrait atteindre 65,6 p.c. en 2000 : sous l'effet des meilleures perspectives sur le marché du travail et de l'augmentation structurelle de la participation des femmes, on suppose qu'un nombre accru de personnes se présenteront sur le marché du travail. Etant donné que la demande de travail croîtrait plus vite que l'offre, on prévoit que le chômage continuera de diminuer, revenant de 9 p.c. de la population active en moyenne en 1999 à 8,3 p.c. cette année.

#### IV. INFLATION

Dans le cadre d'une analyse de l'évolution récente des prix et des perspectives d'inflation à court terme, il convient en premier lieu de rappeler certaines modifications méthodologiques qui ont été apportées dans les statistiques en la

matière. En 2000, l'évolution de l'inflation est en effet légèrement biaisée à la hausse par les adaptations introduites le 1<sup>er</sup> janvier de cette année dans la méthode de calcul de l'indice des prix à la consommation harmonisé. La mise en place de l'indice des prix à la consommation harmonisé avait pour but de disposer d'une référence comparable quant aux variations des prix dans les différents pays européens pour l'évaluation du respect du critère d'inflation prévu par le Traité de Maastricht. Les indices nationaux des prix à la consommation existants ne répondaient pas à cette exigence. Depuis l'entrée en vigueur de l'union monétaire, la BCE utilise l'IPCH pour la zone euro – qui est calculé comme la moyenne pondérée des IPCH des Etats membres, sur la base du poids relatif de la consommation privée de chaque pays dans la consommation privée totale au sein de la zone euro – comme référence pour l'évaluation de sa politique monétaire orientée sur le maintien de la stabilité des prix.

Au début de l'année, une nouvelle étape importante a été franchie vers un approfondissement de l'harmonisation des IPCH, à travers l'uniformisation de la couverture géographique et de la population. Désormais, la couverture géographique des IPCH nationaux, et par conséquent de l'agrégat pour la zone euro, a trait à la consommation à l'intérieur des frontières de chaque Etat membre et de la zone euro. Cela signifie que les dépenses des visiteurs dans le pays concerné ou dans la zone euro font partie du panier de l'IPCH, alors que les dépenses à l'étranger de la population concernée ne sont pas reprises. En outre, l'IPCH a subi de légères modifications à travers l'introduction du concept harmonisé de couverture de la population selon lequel les dépenses de l'ensemble des ménages, et donc également des ménages institutionnels (tels que les maisons de repos, par exemple), doivent être prises en compte.

En outre, le panier de l'IPCH a été élargi. Il comprend aussi, à présent, des biens et services fournis par les secteurs des soins de santé, de

TABLEAU 6 – PONDERATIONS DANS L'INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION HARMONISE

(pourcentages)

	Pondérations 1996	Pondérations 2000
Produits alimentaires non transformés <sup>1</sup> .....	10,2	9,0
Produits énergétiques .....	10,7	11,2
Autres produits <sup>2</sup> .....	79,1	79,8
Produits alimentaires transformés .....	14,1	12,9
Biens industriels non énergétiques .....	33,8	34,7
Services .....	31,2	32,2
Total .....	100	100

Sources : MAE, BNB.

<sup>1</sup> Fruits, légumes, viande et poisson.<sup>2</sup> Produits utilisés pour le calcul de l'inflation sous-jacente.

l'enseignement et des services sociaux ainsi qu'une gamme plus étendue d'assurances et de services financiers et autres services. La couverture est cependant limitée aux transactions « monétaires ». Cela signifie que les prix qui entrent en ligne de compte dans le calcul de l'IPCH sont ceux effectivement à charge du consommateur, c'est-à-dire après déduction de tous les remboursements ou subsides. Ces biens et services représentent plus de 4 p.c. dans le nouvel IPCH. A l'avenir, on peut prévoir l'ajout des services hospitaliers et des frais supportés par les propriétaires liés à l'occupation de leur bien ainsi qu'une extension des services sociaux (qui ne comportent actuellement que les crèches).

Cette révision du panier a également été utilisée pour en adapter la composition au nouveau profil de consommation, sur la base de l'enquête sur le budget des ménages réalisée en 1997-1998. Simultanément, la distribution d'eau a été transférée du sous-indice des services au sous-indice des produits industriels non énergétiques. Cela a eu pour conséquence que la pondération de quasiment toutes les composantes de l'IPCH a été modifiée. Le poids des services, des produits industriels non énergétiques et, dans une moindre mesure, des produits énergé-

tiques dans l'IPCH a progressé, alors que celui des produits alimentaires a diminué dans une même proportion.

Des aménagements profonds de ce type provoquent des ruptures de série et perturbent dans une certaine mesure les résultats de l'inflation. L'écart entre l'IPCH calculé selon la nouvelle méthodologie et l'IPCH calculé selon l'ancienne méthodologie montre que l'ensemble des modifications a exercé un effet à la hausse sur l'IPCH pour le premier trimestre 2000, à concurrence de 0,2 point de pourcentage en moyenne. L'incidence à la hausse sur l'inflation provient à la fois des services et des produits énergétiques. La couverture plus large des services concerne en effet des produits pour lesquels, en général, des augmentations de prix ont été relevées. La forte progression des prix de l'énergie s'est fait sentir davantage encore dans l'inflation totale, en raison du poids accru de ceux-ci dans l'ensemble de la consommation.

L'IPCH a augmenté de 2,1 p.c. au premier trimestre 2000, contre une moyenne annuelle de 1,1 p.c. en 1999. La progression de l'inflation a exclusivement résulté de la hausse des prix des produits énergétiques, qui a été de 15 p.c. au cours des trois premiers mois de l'année. A la

TABLEAU 7 – INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION HARMONISE

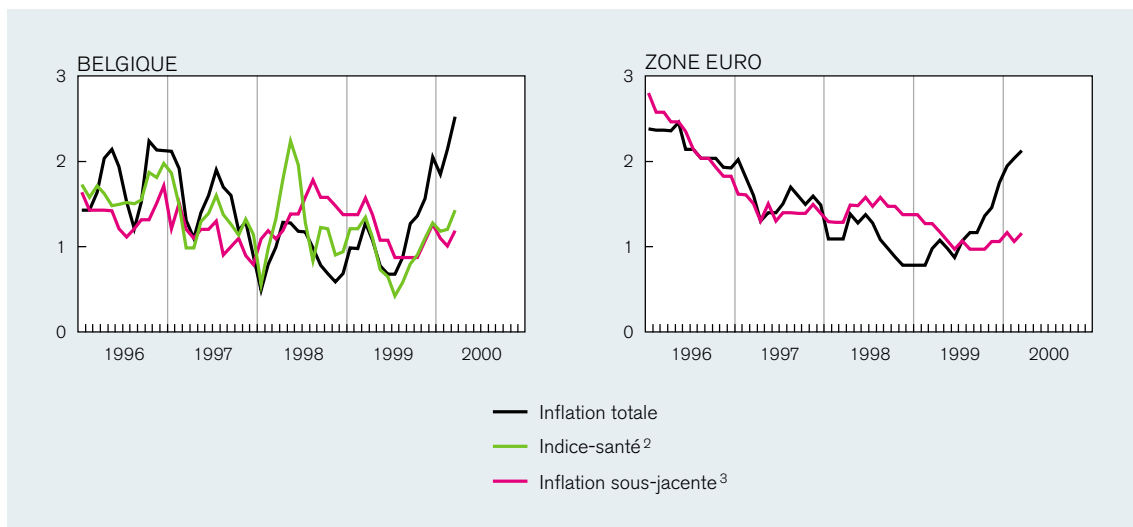
(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	Total				Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	dont loyers
	Produits alimentaires non transformés <sup>1</sup>	Produits énergétiques	Inflation sous-jacente <sup>2</sup>					
1996 .....	1,8	0,7	5,8	1,4	0,8	0,6	2,5	2,4
1997 .....	1,5	2,7	3,1	1,1	2,3	0,1	1,7	1,4
1998 .....	0,9	2,2	-3,6	1,4	1,4	0,7	2,1	1,6
1999 .....	1,1	...	2,0	1,1	0,6	0,8	1,7	1,4
Premier trimestre 2000 .....	2,1	-2,9	15,0	1,1	0,8	0,6	1,8	1,3
2000 .....								
Janvier .....	1,8	-3,2	12,1	1,1	0,8	0,6	1,8	1,3
Février .....	2,1	-2,6	15,4	1,0	0,9	0,6	1,4	1,3
Mars .....	2,5	-2,9	17,5	1,2	0,9	0,5	2,1	1,3

Sources : CE, BNB.

<sup>1</sup> Fruits, légumes, viande et poisson.<sup>2</sup> Inflation, à l'exclusion de l'incidence des variations de prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.GRAPHIQUE 10 – INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO<sup>1</sup>

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

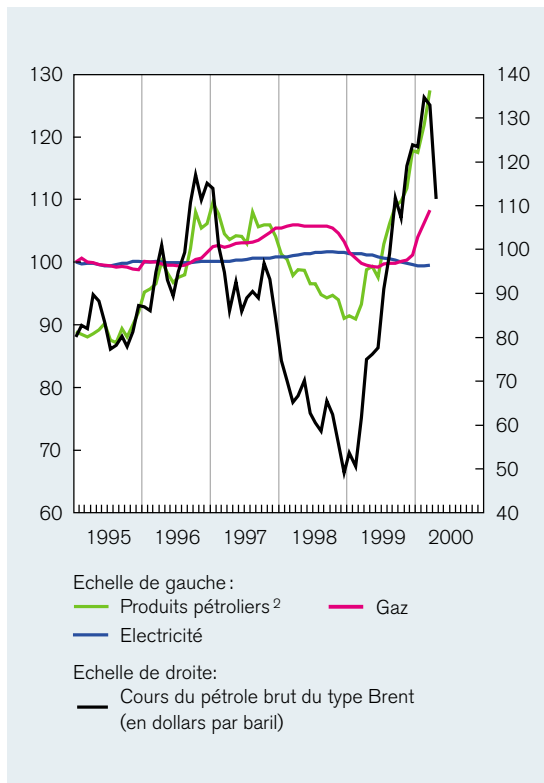


Sources : CE, BNB.

<sup>1</sup> Mesurée au moyen de l'IPCH.<sup>2</sup> Indice des prix à la consommation national, à l'exclusion de l'incidence des variations de prix des produits jugés nuisibles pour la santé – à savoir, le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel –, de la cotisation sur l'énergie introduite par la loi du 22 juillet 1993 et de la taxe compensatoire des accises frappant les véhicules diesel, qui est entrée en vigueur en janvier 1996.<sup>3</sup> L'inflation sous-jacente correspond à l'inflation totale à l'exclusion de l'incidence des variations de prix des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

**GRAPHIQUE 11 – PRIX A LA CONSOMMATION DES PRODUITS ENERGETIQUES EN BELGIQUE<sup>1</sup> ET COURS DU PETROLE BRUT**

(indices 1996 = 100)



Sources : CE, BNB.

<sup>1</sup> Mesurés au moyen de l'IPCH.

<sup>2</sup> Mazout, essence, diesel, GPL et lubrifiants.

suite des conditions d'offre favorables, des baisses de prix des produits alimentaires non transformés de pratiquement 3 p.c. ont été enregistrées pendant la même période, alors que l'inflation sous-jacente, à savoir l'inflation totale à l'exclusion des variations de prix des catégories de produits mentionnées ci-dessus, dont les évolutions sont erratiques, s'est quasiment stabilisée à 1,1 p.c.

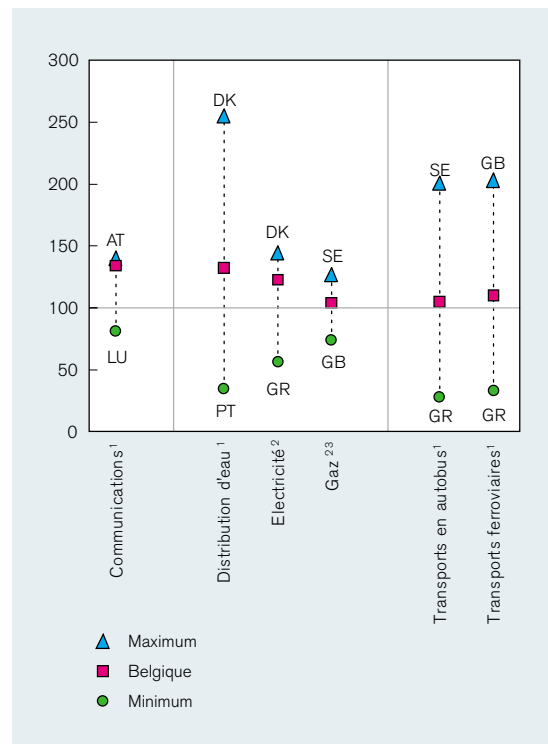
Comme par le passé, l'inflation totale et sous-jacente en Belgique, a été peu différente, de la moyenne dans la zone euro au premier trimestre 2000, car des facteurs comparables ont influencé les chiffres de l'inflation en Belgique et dans la zone euro. Sous l'effet de la hausse

des prix de l'énergie, un écart important est apparu à partir du second semestre 1999 entre l'inflation totale et l'inflation sous-jacente.

Un tel écart s'est également produit entre l'évolution de l'inflation totale et celle de l'indice-santé, dont la plupart des produits pétroliers sont exclus et qui sert de référence pour l'indexation des salaires. Les coûts salariaux ont ainsi augmenté plus lentement depuis la mi-1999 que si l'indice général avait continué de prévaloir en matière d'indexation. Cela signifie que la possibilité d'une spirale prix-salaires liée à l'augmentation des prix du pétrole est fortement réduite.

**GRAPHIQUE 12 – NIVEAU DE PRIX DES PRODUITS REGLEMENTES**

(indices, UE = 100)



Source : CE.

<sup>1</sup> Données relatives à 1997. Le résultat pour l'UE est la moyenne pondérée des niveaux de prix des pays.

<sup>2</sup> Données relatives à juillet 1999. Les résultats pour l'UE sont la moyenne arithmétique des niveaux de prix des pays.

<sup>3</sup> UE12 = 100, à savoir l'UE à l'exclusion du Danemark, de la Grèce et du Portugal.

L'incidence de la hausse des prix du pétrole sur l'inflation est restée limitée à ce jour à l'augmentation quasiment immédiate des prix des produits pétroliers, à savoir l'essence, le diesel et le mazout, et à l'effet indirect sur le prix du gaz, qui se produit avec un certain décalage. On n'a pas encore observé d'effet à la hausse sur le prix de l'électricité (le pétrole est, de manière limitée, un input pour la production d'électricité, tout en étant un substitut). L'incidence se fait en effet sentir après un long délai; de plus, un autre facteur joue un rôle significatif, à savoir les diminutions tarifaires sous la pression de la libéralisation dans le secteur. En avril 2000, une nouvelle baisse des prix a été annoncée, qui renforcera l'effet plutôt limité des mesures prises antérieurement. Le gouvernement a en effet demandé au Comité de contrôle de l'électricité et du gaz d'éliminer l'écart de prix avec les pays voisins d'ici au 30 juin 2002.

Des données d'Eurostat relatives aux niveaux des prix montrent que la Belgique se situe, en ce qui concerne le niveau général des prix, juste au-dessous de la moyenne de l'Union européenne. Plusieurs catégories de produits restent cependant relativement chères, notamment celles pour lesquelles les prix sont encore soumis à l'une ou l'autre forme de réglementation, comme l'électricité, le gaz, la distribution d'eau, les communications (en particulier la téléphonie) et les transports publics. Un approfondissement de la libéralisation de ces secteurs exercera à coup sûr un effet modérateur sur l'inflation.

En ce qui concerne le marché de l'électricité, une première étape dans l'ouverture du marché à la concurrence a été franchie avec la loi du 29 avril 1999 relative à l'organisation du marché de l'électricité. Cette libéralisation sera progressivement élargie et devrait être, en ce qui concerne les « clients éligibles » (les grandes entreprises qui consomment beaucoup d'électricité) et les distributeurs, achevée le 1<sup>er</sup> janvier 2007 sans qu'un élargissement à tous les consommateurs soit prévu. Le groupe d'experts chargé par le gouvernement d'étudier la libéralisation du

marché de l'électricité entend cependant accélérer ce processus et l'étendre à tous les consommateurs d'ici au 1<sup>er</sup> janvier 2006.

La loi du 29 avril 1999 relative à l'organisation du marché du gaz prévoit une réglementation comparable à celle de l'ouverture du marché de l'électricité. Tous les décrets d'exécution doivent être pris pour le 10 août 2000 au plus tard. L'ouverture devrait être achevée d'ici au 1<sup>er</sup> octobre 2010 pour les clients finals (clients reliés à l'infrastructure de transport) et les distributeurs. Il n'existe pas encore de dispositions prévoyant l'ouverture du marché au profit de tous les consommateurs.

La libéralisation du secteur des télécommunications a, en revanche, déjà bien progressé depuis l'ouverture du marché, en janvier 1998. L'incidence qui en a résulté sur l'indice des prix à la consommation est toutefois restée limitée. Les baisses tarifaires se sont jusqu'à présent situées dans des segments du marché, comme la mobilophonie, qui ne figurent pas dans l'indice des prix.

Compte tenu de ce qui précède, l'incidence des mouvements de libéralisation sur l'inflation devrait être faible en 2000. D'autres facteurs influenceront bien davantage l'inflation finale. On prévoit que les perspectives de croissance très favorables, l'effet d'entraînement des prix du pétrole en forte progression et la dépréciation de l'euro observée en 1999 produiront un léger effet à la hausse sur l'inflation sous-jacente. L'évolution des prix de l'énergie sera toutefois décisive pour le profil de l'inflation dans le courant de l'année 2000. Sur la base de la levée partielle, décidée en mars 2000 par l'OPEP, des limites de production fixées l'année passée, on peut s'attendre à ce que le cours du pétrole diminue quelque peu dans le courant de l'année. Cela signifie que les prix du pétrole resteraient au-dessus de leur niveau de 1999 pendant quelques mois encore, mais que le pourcentage d'augmentation annuelle des prix de l'énergie reculerait à partir d'avril 2000.



L'inflation totale resterait encore quelques mois au-dessus de 2 p.c., avant de se replier progressivement. Sur la base de l'IPCH, un rythme d'inflation moyen annuel de 2,2 p.c. est attendu.

## V. FINANCES PUBLIQUES

### 1. BESOIN NET DE FINANCEMENT

Le déficit public a diminué de manière ininterrompue depuis 1992. L'incidence budgétaire de la crise de la dioxine a fait craindre, en 1999, un retournement temporaire, mais, finalement, un nouveau pas a été franchi l'année dernière vers une situation budgétaire en équilibre ou en léger excédent, conformément au Pacte de stabilité et de croissance.

Le programme de stabilité actualisé élaboré à la fin de l'année dernière tablait encore pour 1999 sur un déficit de l'ensemble des pouvoirs publics de 1,1 p.c. du PIB, en légère augmentation par rapport à l'année précédente. Cette estimation était basée sur une prévision prudente de la croissance économique, de seulement 1,7 p.c. Entre-temps, il est toutefois apparu que la hausse réelle de l'activité (2,5 p.c.) avait été sous-estimée. Les recettes publiques ont dès lors augmenté beaucoup plus fortement que ne le prévoyait le programme de stabilité et le déficit serait revenu à 0,7 p.c. du PIB, soit 0,3 point de

pourcentage de moins qu'en 1998. L'incidence budgétaire totale de la crise de la dioxine aurait été contenue à environ 0,3 p.c. du PIB, dont les deux tiers sont liés aux dépenses exceptionnelles que cette crise a entraînées et le tiers restant à la perte de croissance économique.

Selon les premières estimations pour l'année 2000, le déficit public poursuivrait sa décroissance, revenant à 0,5 p.c. du PIB. Ce résultat est nettement inférieur au niveau de 1 p.c. du PIB fixé dans le programme de stabilité pour cette année et représente en fait une avance d'un an par rapport à la voie tracée en vue d'atteindre l'équilibre budgétaire. L'amélioration attendue en 2000 est exclusivement imputable à l'évolution favorable des charges d'intérêts. Le surplus primaire diminuerait en effet quelque peu, revenant de 6,4 p.c. du PIB en 1999 à 6,3 p.c. cette année, mais il resterait toujours sensiblement supérieur au niveau d'environ 6 p.c. du PIB auquel la Belgique s'est engagée dans son programme de stabilité. Ce modeste recul, pendant une année au cours de laquelle la croissance économique atteindrait un niveau qui n'a été dépassé qu'une seule fois durant les deux dernières décennies, indique une baisse du surplus primaire corrigé des fluctuations conjoncturelles qui peut être estimée à 0,5 p.c. Une telle évolution, qui est d'ailleurs observée dans l'ensemble de la zone euro, reflète un net assouplissement de la politique budgétaire. La diminution des recettes serait plus importante que celle des dépenses primaires, en proportion du PIB.

TABLEAU 8 – COMPTE DES POUVOIRS PUBLICS

(pourcentages du PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 e	2000 e
Recettes .....	45,4	45,7	45,4	46,0	46,3	46,4	46,5	45,9
Dépenses primaires .....	41,7	41,1	40,5	40,9	40,4	39,8	40,1	39,7
Solde primaire .....	3,7	4,5	4,9	5,0	5,9	6,6	6,4	6,3
Charges d'intérêts .....	10,9	9,5	9,1	8,7	7,9	7,7	7,1	6,8
Besoin de financement (-) .....	-7,2	-4,9	-4,2	-3,7	-2,0	-1,0	-0,7	-0,5

Sources: ICN, BNB.

## 2. RECETTES

La baisse des recettes qui est envisagée en 2000, d'environ 0,6 p.c. du PIB, touche surtout les prélèvements sur le facteur travail. Les cotisations de sécurité sociale reculeraient en effet de quelque 0,5 p.c. du PIB. La base sur laquelle elles s'appliquent, à savoir les salaires bruts, suivrait certes une orientation proche de celle du PIB, mais les taux moyens de cotisation sont en net recul. Afin d'accroître le taux d'emploi, qui est inférieur à la moyenne des pays de l'Union européenne et à celle des trois pays voisins, le programme de réduction des cotisations sociales – d'environ 0,2 p.c. du PIB par an – décidé par le précédent gouvernement a en effet été sensiblement étendu lors de l'élaboration du budget 2000. Le coût budgétaire total des nouvelles réductions s'élèverait à quelque 0,6 p.c. du PIB sur une base annuelle, mais comme ces réductions ne sont entrées en vigueur qu'au 1<sup>er</sup> avril 2000, la facture budgétaire pour l'année en cours serait limitée à 0,5 p.c. du PIB. Outre la baisse importante des cotisations sociales, le gouvernement a également amorcé une réduction de l'impôt des personnes physiques par le biais du démantèlement progressif de la contribution complémentaire de crise; cette mesure n'aura toutefois qu'une incidence minimale en 2000. Comme en 1999, les barèmes fiscaux sont en outre totalement indexés, de sorte qu'il n'y a plus, contrairement aux années précédentes, d'augmentation automatique de la pression fiscale liée à l'inflation.

Les prélèvements pesant sur les biens et les services augmenteraient légèrement en proportion du PIB. Cette progression est liée à la fois à la légère hausse de la part, dans le PIB, du total de la consommation privée et des dépenses en logements – un bon indicateur de l'assiette fiscale – et aux glissements dans la composition de la consommation privée au profit des catégories de produits proportionnellement plus imposés que la moyenne. Ces glissements sont relativement fréquents dans une phase de haute conjoncture. Les taux de TVA sur un nombre

très limité de services à forte intensité de main-d'œuvre, principalement les activités de réparation, ont, en revanche, été ramenés de 21 à 6 p.c., mais l'incidence sur le budget devrait être minimale.

Par ailleurs, les recettes non fiscales et non parafiscales reculeraient quelque peu, étant donné qu'en 2000, il n'y aura plus de restitution des aides Maribel, qui, conformément à la méthodologie des comptes nationaux, avait bénéficié aux recettes de 1999.

## 3. DEPENSES PRIMAIRES

La baisse des recettes exprimées en pourcentage du PIB ne serait pas totalement compensée par celles des dépenses primaires : celles-ci se contracteraient de 0,4 point du PIB, revenant de 40,1 p.c. à 39,7 p.c.

Dans le cadre du budget 2000, le gouvernement a dégagé des ressources supplémentaires pour sa politique de dépenses, destinées notamment aux politiques de sécurité et de justice, à une modernisation des services publics, à la politique d'asile et à l'aide aux pays en développement ainsi qu'à un relèvement des pensions les plus modestes. Dans le secteur de la santé, la norme de croissance réelle des dépenses a été portée à 2,5 p.c. et les interventions pour les maladies chroniques ont été étendues.

En dépit de ces initiatives, les dépenses primaires enregistreraient, globalement, une hausse relativement limitée. A prix constants, celle-ci serait contenue à 1,3 p.c., soit un chiffre nettement inférieur à la croissance de l'activité économique, et également au-dessous du rythme de progression de 1,5 p.c. prévu dans le programme de stabilité. Toutefois, il convient de remarquer que le taux de croissance de ces dépenses est influencé à la baisse, d'une part, par le fait que leur niveau avait été influencé à la hausse en 1999 par les dépenses uniques liées à la crise de la dioxine et, d'autre part, par les

ventes de bâtiments prévues pour cette année qui, conformément à la méthodologie des comptes nationaux, viennent en déduction des dépenses d'investissement. Si l'on fait abstraction de l'incidence de ces deux facteurs exceptionnels qui ralentissent le rythme de progression des dépenses primaires, ces dernières progresseraient de quelque 2 p.c. à prix constants en 2000, soit à un rythme assez comparable à leur moyenne des années nonante et proche de la croissance tendancielle du PIB observée dans le passé.

#### 4. CHARGES D'INTERETS

Le rapport entre les charges d'intérêts de l'ensemble des pouvoirs publics et le PIB, qui a diminué de manière ininterrompue depuis 1993, lorsqu'il atteignait encore près de 11 p.c., baisserait de nouveau cette année, pour ne plus s'élever qu'à 6,8 p.c., en retrait de 0,3 point de pourcentage par rapport à 1999.

Contrairement aux années précédentes, cette baisse proviendrait presque exclusivement de la baisse du taux d'endettement, tandis que le taux

implicite de la dette resterait pratiquement inchangé. La tendance à la baisse du taux implicite serait en effet interrompue en 2000 parce que la diminution tendancielle du taux implicite sur la dette à long terme serait compensée, entre autres, par la hausse des taux à court terme. Les taux d'intérêt moyens des certificats de trésorerie à 3 mois s'élèveraient ainsi à 3,8 p.c. cette année, soit 90 points de base de plus qu'en 1999. Pour les certificats à 6 et à 12 mois, l'augmentation serait de respectivement 85 et 50 points de base.

#### 5. DETTE

Grâce au niveau élevé de surplus primaire, la dette diminue automatiquement par rapport au PIB. Entre 1995 et 1998, cette réduction endogène a encore été renforcée par des ajustements entre le déficit et la variation de la dette qui, par solde, ont exercé une incidence positive sur le ratio de la dette. En 1999, tel n'a cependant plus été le cas, ces facteurs exogènes ayant même exercé une légère pression à la hausse sur le niveau d'endettement. Les recettes de privatisations n'ont en effet pas suffi à

TABLEAU 9 – EVOLUTION DE LA DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS

(pourcentages du PIB)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 e	2000 e
Niveau de la dette .....	128,9	135,9	134,5	131,8	128,3	123,0	117,4	114,3	110,2
Variation de la dette .....		7,0	-1,4	-2,7	-3,5	-5,3	-5,6	-3,1	-4,1
Variation endogène .....		4,5	-1,4	-1,4	0,9	-4,0	-4,1	-3,3	-4,4
Solde primaire requis pour stabiliser la dette <sup>1</sup>		8,2	3,2	3,5	6,0	1,9	2,6	3,1	1,9
Taux d'intérêt implicite sur la dette .....		(8,6)	(7,3)	(7,1)	(6,8)	(6,5)	(6,5)	(6,2)	(6,2)
Croissance du PIB nominal .....		(2,2)	(4,9)	(4,3)	(2,2)	(4,9)	(4,3)	(3,5)	(4,5)
Solde primaire effectif .....		3,7	4,5	4,9	5,0	5,9	6,6	6,4	6,3
Ajustements entre le déficit et la variation de la dette <sup>2</sup> .....		2,5	...	-1,4	-4,4	-1,3	-1,6	0,2	0,3

Sources : ICN, BNB.

<sup>1</sup> 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 courante.

<sup>2</sup> Il s'agit essentiellement des privatisations, de l'affectation des plus-values sur les opérations sur or réalisées par la Banque pour réduire la dette en monnaies étrangères, des variations de l'encours des actifs placés auprès des institutions financières, des gains ou pertes de change, des octrois de crédits et des prises de participations.

compenser, notamment, l'incidence des pertes de change sur la dette en monnaies étrangères, l'accroissement des actifs financiers détenus par les pouvoirs publics auprès des institutions financières ainsi que les octrois de crédits et les prises de participations.

En 2000 également, les ajustements entre le déficit et la variation de la dette devraient accroître légèrement l'endettement. Grâce à la vive croissance économique, la contraction de la dette devrait toutefois s'accélérer pour atteindre 4,1 p.c. du PIB, ce qui ramènerait le ratio de la dette à environ 110 p.c. du PIB à la fin de 2000, soit environ 26 points de pourcentage du PIB de moins que le niveau maximal enregistré en 1993.

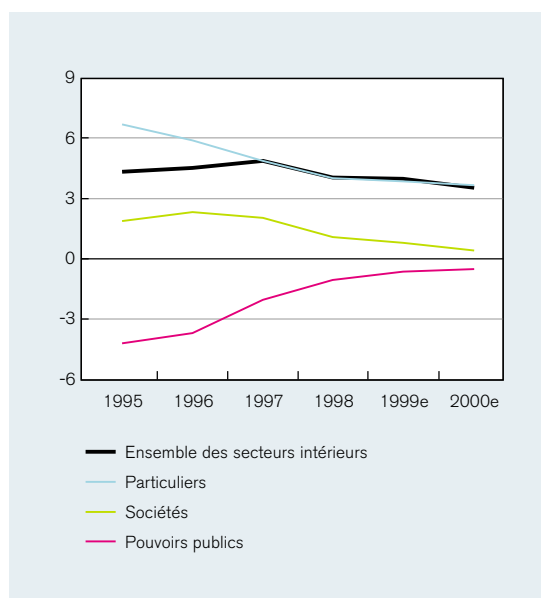
## VI. SYNTHÈSE DES SECTEURS

Depuis 1993, parmi les secteurs intérieurs, seuls les pouvoirs publics éprouvent encore des besoins de financement. En 2000, leur déficit diminuerait de nouveau, pour revenir à 0,5 p.c. du PIB. Dans le même temps, la diminution des capacités de financement des deux autres grands secteurs – les particuliers et les sociétés – serait supérieure à la diminution des besoins des pouvoirs publics, de sorte que, par solde, le prêt net au reste du monde devrait reculer de nouveau, pour se situer à 3,5 p.c. du PIB, contre encore 4 p.c. en 1999 et un maximum de 5 p.c. en 1997.

La poursuite de la réduction du déficit des pouvoirs publics en 2000 s'accompagne de nouvelles mesures d'allègement des charges pesant sur le travail. Celles-ci devraient avoir, d'une part, un effet direct favorable sur le compte des entreprises, grâce à la réduction de leurs coûts de production. D'autre part, elles devraient également affecter positivement le compte des particuliers, et plus particulièrement leur revenu disponible, directement grâce à une réduction des cotisations personnelles et indirectement, dans

GRAPHIQUE 13 — BESOIN NET (-) OU CAPACITÉ NETTE DE FINANCEMENT PAR GRAND SECTEUR

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

la mesure où l'emploi serait stimulé par l'amélioration des coûts relatifs du travail dans le contexte d'une activité économique très dynamique.

La confiance élevée des particuliers, dont les différentes raisons ont déjà été mentionnées plus haut, devrait se maintenir cette année, de sorte que la croissance de la consommation devrait encore être plus importante que celle du revenu disponible. L'épargne exprimée par rapport au PIB ou en proportion du revenu disponible, serait donc de nouveau orientée à la baisse. Le taux d'épargne demeure cependant relativement élevé par rapport à la plupart des autres pays industrialisés. Bien que de plus en plus de ménages placent une partie de leur épargne en actions, les actifs à revenu fixe continuent de dominer. Contrairement aux pays, comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, où la détention d'actions est de loin la principale forme d'épargne, d'importantes fluctuations des cours boursiers devraient exercer une incidence assez limitée, en Belgique, sur la confiance des ménages.

Malgré la diminution des transferts en capital reçus des pouvoirs publics, à la suite de la disparition des compensations versées aux branches ayant souffert de la crise de la dioxine en 1999, les transferts en capital nets versés resteraient inchangés en pourcentage du PIB. Dans la mesure où la formation brute de capital se stabiliserait également, la capacité nette de financement des particuliers refléterait la diminution de leur épargne, en revenant de 3,8 p.c. du PIB en 1999 à 3,6 p.c. en 2000.

En ce qui concerne les sociétés, la hausse des coûts par unité vendue devrait être plus importante que la hausse des prix de vente, sous l'influence de la détérioration des termes de l'échange et malgré la poursuite de la réduction des cotisations sociales et de la modération salariale. Dès lors, la marge bénéficiaire par unité

vendue devrait se contracter quelque peu. Néanmoins, l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB devrait se stabiliser à quelque 19 p.c., grâce à la forte croissance des volumes vendus.

Malgré cette quasi-stabilisation de l'excédent brut d'exploitation, il n'est pas exclu que, sous la pression des investisseurs, auxquels la mondialisation permet notamment de s'orienter vers les rendements les plus élevés, les sociétés soient contraintes d'augmenter la rémunération de leurs actionnaires et créanciers. Le revenu primaire des sociétés diminuerait ainsi de 0,3 points de pourcentage pour s'établir à 16,2 p.c. du PIB.

Les transferts courants et en capital devraient peu varier en termes nets. Dès lors, l'épargne

TABLEAU 10 – CAPACITE NETTE DE FINANCEMENT DES PARTICULIERS ET DES SOCIETES

(pourcentages du PIB)

	1997	1998	1999 e	2000 e
<b>Particuliers</b>				
1. Revenu disponible brut .....	64,2	63,8	63,3	63,5
2. Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension .....	0,9	0,7	0,7	0,6
3. Dépenses de consommation finale .....	53,6	53,8	53,6	53,9
4. Epargne brute (1 + 2 - 3) .....	11,4	10,7	10,4	10,2
<i>p.m. Taux d'épargne</i> <sup>1</sup> .....	17,8	16,7	16,4	16,1
5. Transferts en capital <sup>2 3</sup> .....	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
6. Formation brute de capital .....	6,5	6,5	6,4	6,4
7. Capacité nette de financement (4 + 5 - 6) .....	4,9	4,0	3,8	3,6
<b>Sociétés</b>				
1. Excédent brut d'exploitation .....	19,0	19,1	19,0	19,1
2. Revenus nets de la propriétés versés à d'autres secteurs <sup>2</sup> .....	-2,4	-2,4	-2,5	-2,8
3. Revenu primaire brut (1 + 2) .....	16,5	16,7	16,5	16,2
4. Transferts courants nets aux autres secteurs <sup>2 4</sup> .....	-3,2	-3,7	-3,5	-3,5
5. Epargne brute (3 + 4) .....	13,4	13,1	13,0	12,8
6. Transferts en capital <sup>2 3</sup> .....	1,1	0,9	0,9	0,9
7. Formation brute de capital, y compris les stocks .....	12,5	12,9	13,1	13,3
8. Capacité nette de financement (5 + 6 - 7) .....	2,0	1,1	0,8	0,4

Sources : ICN, BNB.

<sup>1</sup> Epargne brute exprimée en pourcentage du revenu disponible brut.

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

<sup>3</sup> Y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers.

<sup>4</sup> Y compris les variations des droits des particuliers sur les fonds de pension.

TABLEAU 11 – SOLDE COURANT ET PRET NET A L'ETRANGER SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS

(soldes, milliards d'euros)

	1996	1997	1998	1999 e	2000 e
1. Compte courant .....	8,7	10,4	9,2	9,4	8,7
Biens et services .....	8,3	9,8	9,0	9,3	8,9
Biens .....	8,0	8,6	8,0	8,1	7,6
Services .....	0,3	1,2	1,0	1,2	1,2
Revenus .....	3,5	3,8	3,9	4,1	4,1
Transferts courants .....	-3,1	-3,2	-3,7	-4,0	-4,3
2. Compte de capital .....	0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,1
3. Prêt net à l'étranger (1 + 2) .....	8,8	10,8	9,2	9,3	8,6
<i>p.m. Prêt net à l'étranger selon les comptes nationaux .....</i>	<i>9,3</i>	<i>10,5</i>	<i>9,1</i>	<i>9,3</i>	<i>8,6</i>

Sources : ICN, BNB.

– qui correspond par définition au revenu primaire après déduction des transferts courants – devrait évoluer dans les mêmes proportions que le revenu primaire. La formation brute de capital des sociétés continuerait de croître plus rapidement que le PIB. Il semblerait donc que les sociétés puisent de plus en plus dans leur excédent d'exploitation, d'une part pour rémunérer leurs actionnaires et créanciers et, d'autre part, pour générer davantage de croissance interne grâce à une augmentation des investissements. Par rapport à

l'année passée, ceci réduirait de moitié la capacité nette de financement que les sociétés mettent à disposition des autres secteurs.

Globalement, la capacité nette de financement intérieure, ou, en d'autres termes, le prêt net à l'étranger, qui correspond à la somme du solde courant et du solde du compte de capital de la balance des paiements, diminuerait pour revenir à 3,5 p.c. du PIB, soit un recul de 0,5 point par rapport à 1999.

TABLEAU 12 – OPERATIONS SUR BIENS ET SUR SERVICES AVEC L'ETRANGER <sup>1</sup>

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

	1998	1999 e	2000 e
En valeur .....			
Exportations .....	3,9	4,2	14,3
Importations .....	4,6	4,3	15,4
En volume .....			
Exportations .....	4,2	5,0	9,1
Importations .....	6,3	4,1	9,0
Valeurs unitaires .....			
Exportations .....	-0,3	-0,7	4,8
Importations .....	-1,6	0,2	5,8

Sources : ICN, BNB.

<sup>1</sup> Contrairement à la méthode de comptabilisation utilisée dans la balance des paiements, le travail à façon a été comptabilisé en termes bruts.

Comme de coutume, la variation du prêt net à l'étranger serait totalement imputable au solde courant. Le compte de capital se clôturerait en effet, comme les deux années précédentes, sur un faible déficit.

Le recul de l'excédent courant, qui reviendrait de 9,4 milliards d'euros en 1999 à 8,7 milliards d'euros, serait lui-même la conséquence d'un surplus moins important des opérations sur marchandises et sur services et d'un nouvel accroissement du déficit des transferts courants, ce dernier étant lié à l'augmentation de la contribution belge au budget de l'Union européenne. L'excédent provenant du compte de revenus se maintiendrait, en revanche, au niveau d'environ 4,1 milliards d'euros.

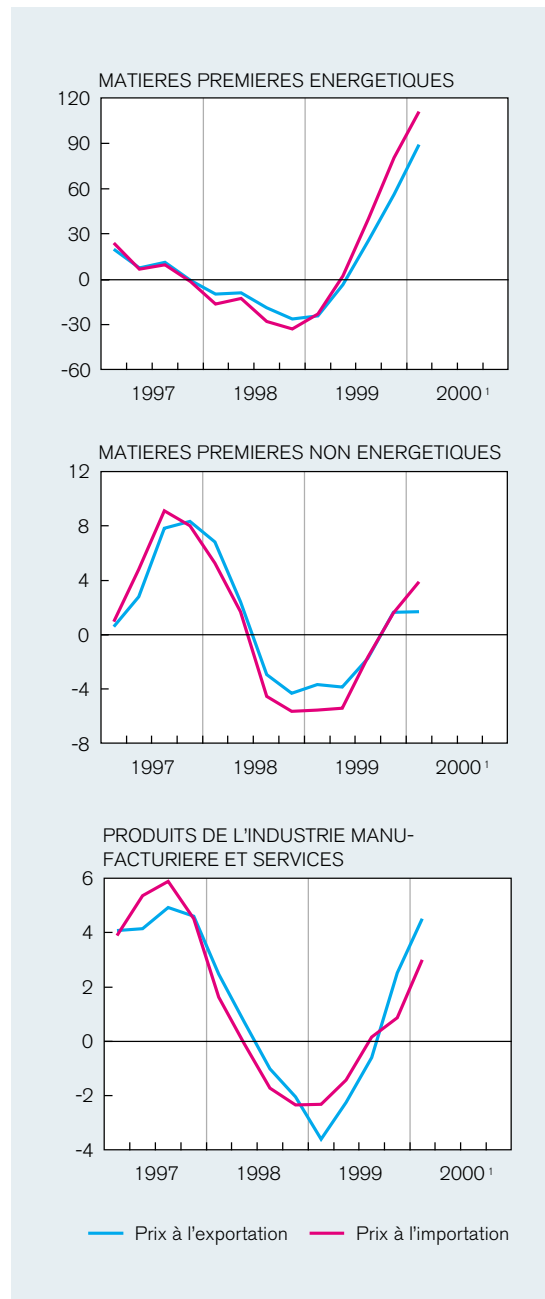
Les opérations sur marchandises et sur services, en 2000, se solderaient par un excédent moins important que l'année écoulée en raison exclusivement des évolutions des prix, étant donné que – comme on l'a montré au chapitre II – les volumes d'exportations de biens et services progresseraient aussi rapidement que les volumes d'importations. La détérioration des termes de l'échange resterait limitée aux opérations sur marchandises, et seule la balance commerciale s'inscrirait en recul, alors que le solde positif des opérations sur services resterait inchangé.

Comme en 1999, les termes de l'échange se détérioreraient d'environ 1 p.c. en 2000. La hausse des prix à l'importation serait en effet, avec 5,8 p.c., nettement supérieure à l'augmentation des prix à l'exportation, qui s'élèverait à environ 4,8 p.c.

La tendance au recul constant du rythme d'augmentation des prix à l'importation et à l'exportation amorcée au second semestre de 1997, qui a même entraîné des baisses des prix à partir de la mi-1998, s'est inversée au début de 1999. Sous l'effet de la limitation volontaire de la production des pays de l'OPEP, les cours du pétrole ont fortement progressé. Les prix des autres matières premières ont eux aussi augmenté,

GRAPHIQUE 14 — PRIX A L'EXPORTATION ET A L'IMPORTATION

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

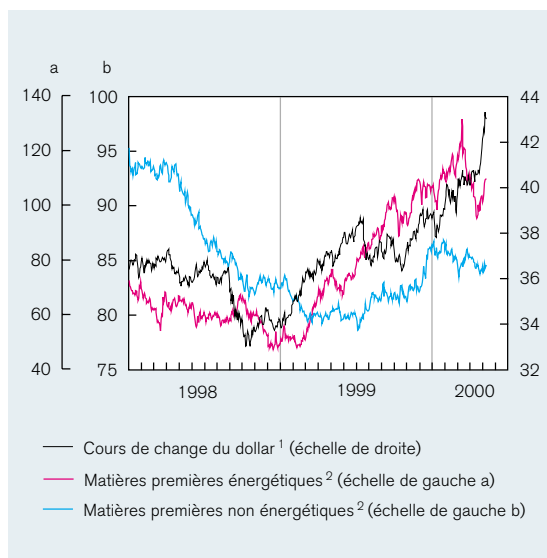


Sources : ICN, BNB.

<sup>1</sup> Estimation grossière sur base des statistiques du commerce extérieur pour les mois de janvier et février.

mais de façon nettement plus limitée. Ces hausses se sont reflétées non seulement dans les prix à l'importation et à l'exportation des matiè-

GRAPHIQUE 15 — COTATIONS EN DOLLAR DES MATIERES PREMIERES ET COURS DE CHANGE DU DOLLAR



Sources : HWWA, BNB.

<sup>1</sup> Dollar en francs.

<sup>2</sup> Indices 1990 = 100.

res premières, qui ne représentent que respectivement 16 et 13 p.c. des importations et exportations totales de biens et services exprimées en valeur, mais elles ont également mis fin, presque simultanément, au mouvement à la baisse des prix des produits de l'industrie manufacturière et des services, qui sont aussi repartis nettement à la hausse.

Après l'assouplissement des limites de production décidé à la fin mars par les pays de l'OPEP, les cotations du pétrole brut ont commencé à baisser. Alors que le baril de pétrole brut du type Brent était encore coté à près de 32 dollars le 7 mars 2000, il était déjà revenu à moins de 24 dollars à la fin d'avril. L'indice des prix des matières premières énergétiques, qui avait augmenté de quelque 25 p.c. entre le début de l'année et le sommet enregistré au début de mars, a ensuite rapidement reculé pour se retrouver, au début de mai – malgré une légère reprise dans la seconde moitié d'avril –, au ni-

veau du début de l'année. Selon les prévisions, le prix du baril de pétrole brut du type Brent atteindrait encore environ 22 dollars à la fin de l'année. Cependant, en partie en raison de l'appréciation du dollar, les prix du pétrole, libellés en euro, augmenteraient de plus de 40 p.c. en moyenne en 2000. Les cotations en dollar des autres matières premières restent, selon les dernières indications, orientées à la hausse, une tendance qui, vu la forte demande mondiale, pourrait se prolonger. Exprimés en euro, les prix des matières premières non énergétiques progresseraient de près de 20 p.c. en moyenne. La nette hausse des prix à l'importation des matières premières libellés en euro qui en découlerait implique un sensible renchérissement des prix à l'importation dans leur ensemble.

Les prix à l'exportation des matières premières augmenteraient moins fortement que les prix à l'importation correspondants. Le plus souvent, les exportations belges de matières premières ont en effet trait à des produits dérivés, à travers lesquelles les matières premières importées ne sont réexportées qu'après transformation. Dès lors, les composantes des coûts intérieurs, qui exercent un effet modérateur, jouent également un rôle dans la formation des prix à l'exportation. Etant donné que la part des matières premières est plus importante pour les importations que pour les exportations, les prix totaux à l'importation progresseraient plus rapidement, en moyenne, en 2000 que les prix totaux à l'exportation, ce qui provoquerait une perte sensible des termes de l'échange.

Une perte des termes de l'échange, plus limitée, est également prévue pour les autres biens et services. Si l'on estime que les exportateurs ne compensent pas intégralement à travers leurs prix les évolutions attendues des cours de change, l'appréciation du dollar, du yen et de la livre sterling implique en effet, ceteris paribus, que les prix convertis en euro des produits importés des Etats-Unis, du Japon et du Royaume-Uni augmentent plus rapidement que les prix à l'exportation de la Belgique.



## VII. CONDITIONS DE FINANCEMENT ET PRIX DES ACTIFS

### 1. EVOLUTION RECENTE DES TAUX D'INTERET DEBITEURS ET CREDITEURS

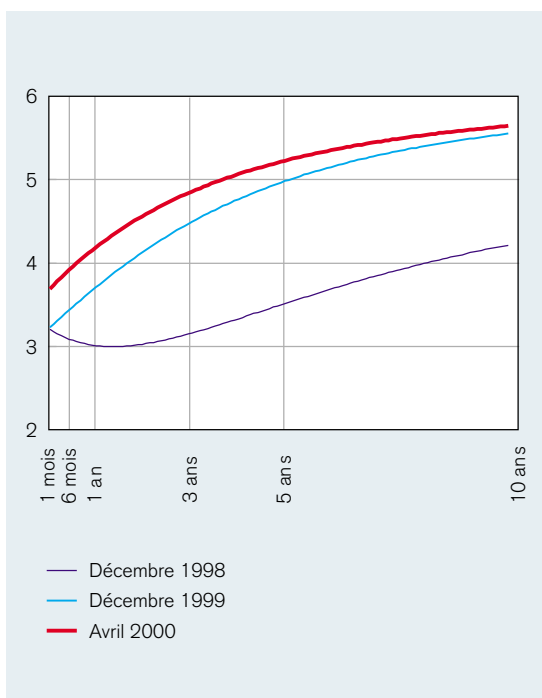
De décembre 1999 à avril 2000, la courbe des rendements en Belgique s'est déplacée vers le haut tout en devenant moins pentue. Les taux à court terme, jusqu'à l'échéance de 12 mois, ont en effet presque entièrement intégré les trois augmentations de 25 points de base des taux directeurs de la BCE en février, mars et avril. Le relèvement des taux a, en revanche, été moins prononcé pour les durées plus longues, les taux à 10 ans revenant même en avril pratiquement à leur niveau de décembre 1999.

Dans ce contexte, l'écart affiché entre les taux bancaires et les taux de marché a généralement présenté une tendance à la hausse entre les mois de janvier et avril 2000. En février, les banques ont en effet relevé de nombreux taux, tant débiteurs que créditeurs, afin d'intégrer la reprise de la hausse des taux de marché à long terme en janvier.

Le réajustement a été plus spécialement prononcé en ce qui concerne les prêts aux particuliers. Tant pour les crédits hypothécaires que pour les emprunts à taux forfaitaire, l'écart par rapport au taux de marché d'échéance correspondante s'est sensiblement élargi, alors qu'il se situait à un faible niveau au début de l'année. En effet, les banques, qui avaient fortement réduit le taux des prêts à tempérament en janvier à l'occasion du salon de l'automobile, ont plus que

GRAPHIQUE 16 – COURBES DES RENDEMENTS EN BELGIQUE

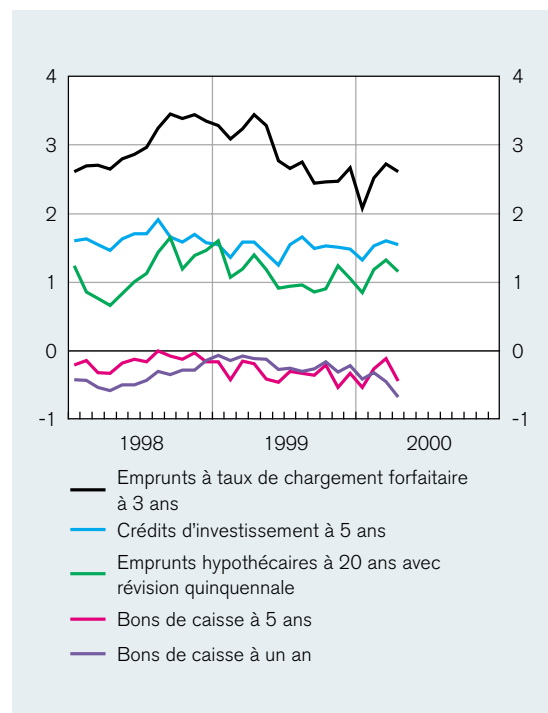
(moyennes mensuelles)



Source : BNB.

GRAPHIQUE 17 – TAUX BANCAIRES CREDITEURS ET DEBITEURS

(écart par rapport au taux de marché de référence, données à la fin de la période)



Source : BNB.

compensé cette diminution dès le mois suivant. A l'inverse elles n'ont pas abaissé, contrairement à la tradition, le taux de leurs crédits hypothécaires en février à l'approche du salon annuel de la construction.

Considérées sur une plus longue période, les fluctuations des marges des taux bancaires par rapport aux taux de marché correspondants ne sont pas comparables d'un instrument à l'autre. Ainsi, pour les produits de placement, tels les bons de caisse, ou encore pour les crédits d'investissement, cet écart témoigne d'une relative stabilité dans le temps. A l'opposé, la marge sur les emprunts à taux de chargement forfaitaire affiche une plus grande volatilité. Depuis 1998, elle a ainsi fluctué dans une fourchette de quelque 130 points de base. Les derniers douze mois ont de plus été marqués par une tendance à l'assouplissement des conditions de financement par cet instrument, qui n'a que partiellement été inversée à la suite de l'élargissement de la marge constaté en février et mars.

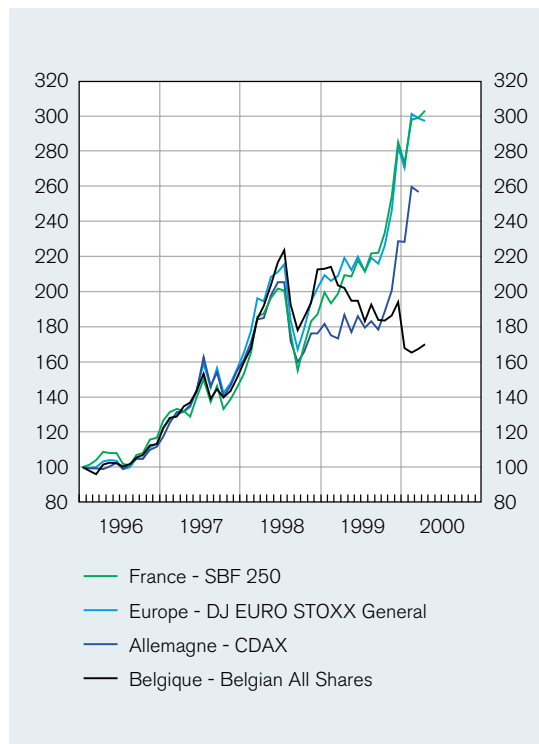
## 2. EVOLUTION DES COURS DE BOURSE

A la Bourse de Bruxelles (BXS), les cours des actions sont restés nettement orientés à la baisse pendant les premiers mois de 2000. Cette évolution contraste fortement avec les augmentations qui ont été enregistrées sur la plupart des autres places boursières et ne peut être imputée à des facteurs conjoncturels. La Bourse de Bruxelles présente, au contraire, plusieurs caractéristiques structurelles susceptibles d'expliquer partiellement ces performances plus médiocres.

Ainsi, BXS affiche une faible liquidité : pour certaines actions belges, le marché est en effet relativement étroit, car une part importante du capital est fortement figée. De plus, on ne dénombre parmi les entreprises cotées sur BXS qu'un nombre limité de grandes entreprises et d'entreprises du secteur technologique, alors que l'intérêt des investisseurs porte précisément sur ce type de sociétés. BXS compte en revanche un grand

### GRAPHIQUE 18 – COURS BOURSIERS

(données à la fin de la période, indices janvier 1996 = 100)



Sources : Bourses nationales.

nombre d'entreprises de branches particulièrement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt.

Plusieurs éléments pourraient toutefois constituer un stimulant pour BXS. La fusion des bourses belge, française et néerlandaise pour former Euronext constituera en effet un changement d'échelle. Les actions belges sont, en outre, devenues relativement bon marché, de sorte qu'il existe un potentiel d'appréciation.

La hausse des cours boursiers qui s'est opérée à la mi-mars, après l'annonce de l'accord de fusion, montre d'ailleurs que la présence des actions belges dans une entité boursière élargie, marquée par la liquidité, a été bien accueillie par les investisseurs. Les cours des actions belges ont également pu progresser sous l'effet de la réorientation des placements vers les valeurs plus traditionnelles, après la baisse des cours des actions technologiques.

## SUMMARIES OF ARTICLES

### **Macroeconomic determinants of the stability of the Belgian banking system**

During the last few years the financial sector has been affected by various developments which have intensified the risks faced not only by individual institutions but also by the global banking system. Even when they are not responsible for banking supervision, central banks are directly affected by this change. Indeed they may have to intervene as lenders of last resort. They are also entrusted with the task of promoting the smooth operation of payment systems and are therefore responsible for the oversight of those systems.

In this context, central banks should not concentrate their research and analysis solely on the effect that changes in financial conditions have on the real economy, notably through the monetary policy transmission mechanism. They should also reverse their analysis by studying to what extent real macroeconomic developments may affect the financial system stability. In this paper, the latter approach is applied to Belgium, more specifically for two basic components of banking risks: credit and market risks.

The general conclusions are rather reassuring. Credit risks seem to be globally under control. Firstly, a large proportion of Belgian banks' claims are on the public sector. Secondly, Belgian households are not heavily indebted. Thirdly, credits to enterprises are well diversified, although the number of bankruptcies remains rather high and could increase further in the event of a cyclical downturn.

Among market risks, interest rate risks have to be carefully monitored, as Belgian banks carry out important maturity transformation activities. In the recent past a decrease in interest rates allowed banks to obtain substantial capital gains on their fixed-income securities. The more recent reversal in the movement of interest rates will gradually force banks to replace this income flow by other sources of revenue. This will mean that they will have to diversify their activities or seek new markets, if necessary through mergers or acquisitions.

These operations themselves also involve risks, which are of a more strategic nature. There is a clearly a link between these structural changes and the macroprudential stability of the banking sector. On the one hand, a banking sector undergoing structural transformation will be more vulnerable to any deterioration in macroeconomic conditions. On the other hand, such a deterioration might complicate the necessary adjustment of the banking sector to its changing environment.

### **The Belgian economy in the year 2000**

On the assumption of a lasting favourable international environment and sound domestic macroeconomic fundamentals, economic growth in 2000 is expected to reach 3.8 p.c., close to the top levels of the period 1988-1990. Notwithstanding the temporarily negative effects of the rises in

the prices of energy products and the depreciation of the euro, inflationary pressures should remain under control. All in all the HICP is expected to go up by 2.2 p.c. on average. Combined with specific measures, those good prospects are expected to result in a considerable improvement on the labour market. In this context, the government budget deficit should be further reduced to 0.5 p.c. of GDP in 2000, one year ahead of the profile presented by the stability programme.

**NATIONAL BANK OF BELGIUM – WORKING PAPERS SERIES****1. “Model-based inflation forecasts and monetary policy rules”  
by M. Dombrecht and R. Wouters, Research Series, March 2000**

In this paper, the interaction between inflation and monetary policy rules is analysed within the framework of a dynamic general equilibrium model derived from optimising behaviour and rational expectations. Using model simulations, it is illustrated that the control of monetary policy over the inflation process is strongly dependent on the role of forward-looking expectations in the price and wage setting process and on the credibility of monetary policy in the expectation formation process of the private sector. Furthermore, the central bank should take into account a wide variety of indicators in making monetary policy decisions in order to approach the optimal monetary policy rule as closely as possible.

**2. “The use of robust estimators of core inflation”  
by L. Aucremanne, Research Series, March 2000**

This paper examines robust estimators of core inflation for Belgian historical CPI data, and for euro area Harmonised Indices of Consumer Prices. Evidence of fat tails in the cross-sections of price changes is provided by traditional measures, as well as by a robust measure of the tail weights that is not vulnerable to the masking phenomenon. Trimmed means are considered in the first instance. We introduce a new estimator where the optimal trimming percentage is the lowest percentage for which the hypothesis of normality of the trimmed samples cannot be rejected on the basis of the Jarque-Bera statistic. Two variants are considered, one with a constant and one with a time-varying optimal trimming percentage. The latter has a higher breakdown point. Symmetric and asymmetric trimming are considered as well. Another robust estimator, the one-step Huber-type skipped mean, which is less vulnerable to the masking phenomenon, is also examined. It is shown that the robust estimators outperform the traditional core inflation measures found in the literature. However, as traditional measures, they lag rather than lead observed inflation. This was particularly so in the 70s and the 80s when the oil price shocks had substantial second-round effects on Belgian inflation.

**3. “Performances économiques des Etats-Unis dans les années nonante”  
by A. Nyssens, P. Butzen, P. Bisciari, Document Series, March 2000**

This article gives a general overview of economic developments in the United States in the nineties and aims to highlight certain structural characteristics underlying them. The performance of the American economy is situated in a longer-term perspective and compared with those of other

advanced economies. This article also offers a cautious explanation of the extremely sustained and non-inflationist growth during the second half of the last decade. To this end, three approaches have been used: an analysis of demand determinants; growth accounting; and a “Structural Vector Autoregressive” model to disentangle the contribution of demand and supply factors. Since labour supply appears to have made a substantial contribution to American growth, the article also includes an evaluation of the role played by demographic factors and the organisation of the labour market in developments in employment and unemployment in the United States, as well as in the euro area. Special attention is also paid to the imbalances shown by the American economy and, more particularly, to the question of the sustainability of the current deficit.

#### **4. “A model with explicit expectations for Belgium” by P. Jeanfils, Research Series, March 2000**

This paper presents a new quarterly macroeconomic model of the Belgian economy. It is intended to contribute to existing analytical work covering the specific transmission mechanisms of the euro area monetary policy in the Belgian economy. It also contributes to the forecast exercises and to their risk analysis. Finally it is also used to analyse the consequences of specific Belgian shocks. The model is small-scale and based on recent macroeconomic theory. The model's dynamics not only allow for the lagged adjustments from economic agents due to transaction costs to be taken into consideration, but also for agents to anticipate future developments and policy reactions. In simulations, expectation formation can be assumed either to be model consistent or to be generated by VAR-based extrapolations. On the basis of a few diagnostic simulations it is shown that in the long run the model converges to its steady state, defined by the underlying economic theory.

Copyright Banque Nationale de Belgique s.a.

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

ISSN 1372-3162

**Editeur responsable**

J. Hilgers

*Directeur*

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

**Personne de contact pour la Revue**

M. Van Campen

*Chef du service Secrétariat*

Tél. : 32 (0)2.221.22.60 — Fax : 32 (0)2.221.32.44  
e-mail : [secretariat@bnbb.be](mailto:secretariat@bnbb.be)