

REVUE ECONOMIQUE



Mai 1998

4^e Année

Banque Nationale de Belgique



REVUE ECONOMIQUE

Banque Nationale de Belgique



Mai 1998

4^e Année

Copyright Banque Nationale de Belgique s.a.

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

ISSN 1372-3162

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

SOMMAIRE

COMPTE COURANT DE LA BELGIQUE ET BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL EN 1997	5
LE MARCHE FINANCIER BELGE A LA VEILLE DE L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE	33
ADAPTATION DE LA LOI ORGANIQUE DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGI- QUE EN VUE DE LA PARTICIPATION DE LA BELGIQUE A L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE	73
COMMUNICATIONS	77

COMPTE COURANT DE LA BELGIQUE ET BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL EN 1997

I. CONTEXTE INTERNATIONAL

A. Evolutions en 1997

Les opérations réelles et financières avec l'étranger de la Belgique et de l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL) dans son ensemble en 1997 doivent être examinées dans le contexte de plusieurs événements marquants sur les marchés internationaux.

Ainsi, les évolutions conjoncturelles dans les grandes zones économiques — Amérique du Nord, Europe et Japon — sont restées très désynchronisées, au contraire de ce qui s'était produit au cours des années septante et quatre-vingt, lorsque les cycles conjoncturels évoluaient beaucoup plus en parallèle. Aux Etats-Unis, une phase particulièrement longue de croissance forte s'est poursuivie et la progression en termes réels de la demande intérieure s'est encore accélérée, passant de 3 p.c. en 1996 à 4,1 p.c. en 1997. Au Japon, la reprise s'est interrompue au deuxième trimestre de 1997, entre autres en raison

des effets négatifs de hausses d'impôts sur la demande intérieure. Sur l'ensemble de l'année, celle-ci s'est réduite de 0,4 p.c. Au sein de l'UE, les évolutions conjoncturelles ont été assez divergentes. Le Royaume-Uni, dont le profil conjoncturel est traditionnellement plus proche de celui des Etats-Unis, a enregistré une croissance de la demande intérieure comparable à celle de ce pays. Dans quelques petits pays européens, parmi lesquels la Belgique, la reprise conjoncturelle était déjà bien avancée, mais dans les plus grands pays, la demande intérieure n'a guère progressé. La désynchronisation actuelle des cycles conjoncturels est liée au fait que les chocs ne se produisent pas à l'échelle mondiale, contrairement à ce qui s'était passé autrefois, lors des crises pétrolières, par exemple, mais affectent plutôt spécifiquement les différentes grandes zones économiques.

Le commerce international a quelque peu atténué l'incidence de ces différences de croissance sur l'activité économique. L'augmentation de la demande d'importation en volume des Etats-Unis a atteint le taux exceptionnel de 14,6 p.c. et a ainsi soutenu la croissance du PIB dans l'UE et au Japon. Cette évolution a toutefois

TABLEAU 1 — PRINCIPALES EVOLUTIONS

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

	Etats-Unis		Japon		UE	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
Demande intérieure en volume	3,0	4,1	4,8	-0,4	1,4	2,2
PIB en volume	2,8	3,8	3,9	0,9	1,8	2,6
Cours de change effectif nominal	6,3	8,3	-12,7	-5,3	5,9	-1,3
Cours de change effectif réel	4,2	7,0	-15,0	-6,2	3,1	-4,8
Exportations en volume	9,5	15,3	0,6	9,4	5,3	9,3
Importations en volume	9,9	14,6	3,4	1,5	4,2	7,7
Prix à l'exportation	-3,4	-4,1	7,1	3,3	0,1	1,0
Prix à l'importation	-2,8	-4,9	16,4	5,2	0,2	1,8
Balance commerciale (milliards de dollars)	-191,2	-196,7	83,6	101,8	162,9	166,9
Balance des paiements courants (milliards de dollars)	-148,2	-162,6	65,8	94,4	92,1	111,0
pourcentages du PIB	-1,9	-2,0	1,4	2,3	1,1	1,4

Sources : OCDE, CE.

été favorisée également par la forte appréciation du cours du dollar, qui elle-même était le résultat, pour une part, de l'écart de taux d'intérêt réel positif en faveur de celui-ci, apparu à la suite de la différence de situation dans le cycle conjoncturel. La détérioration de la compétitivité des Etats-Unis, qui en est résultée, mesurée à l'aide du cours de change effectif réel, a donc à son tour stimulé la demande d'importation de ce pays. Ce scénario confirme la thèse selon laquelle les mouvements des cours de change ne sont pas indépendants du cycle conjoncturel. Ainsi, outre le commerce international, stimulé par les écarts de taux de croissance de la demande intérieure, l'appréciation de la monnaie, qui va généralement de pair avec la phase ascendante de la conjoncture, contribue aussi à un affaiblissement de la désynchronisation des cycles conjoncturels. Les cours de change nominaux peuvent ainsi s'écarter plus longtemps de leur niveau d'équilibre, celui-ci pouvant être mesuré approximativement au moyen de la parité de pouvoir d'achat, sans qu'il soit question de « misalignment ».

Ces deux évolutions, jointes à la poursuite de l'internationalisation intrarégionale, ont entraîné, malgré le déclenchement de la crise en Asie du Sud-Est (voir infra), une accélération des échanges mondiaux de biens et services, en volume, la progression passant de 6,7 p.c. en 1996 à 9,5 p.c. en 1997, soit un des taux les plus élevés des vingt dernières années.

Un autre fait marquant, en 1997, a été la baisse de prix des produits énergétiques. Au début de l'année, le prix du pétrole est revenu d'environ 25 dollars le baril de Brent à quelque 18 dollars en avril, après la disparition des facteurs qui avaient été à l'origine de la hausse, à savoir l'hiver rigoureux de 1996-1997, le faible niveau des stocks et l'embargo contre l'Irak. En novembre 1997, le prix du pétrole a amorcé un repli plus accentué, à la suite de la décision prise par l'OPEP de relever les plafonds de production au 1^{er} janvier 1998, du non-respect par le Venezuela des plafonds et de la diminution de la demande en provenance des pays du Sud-Est asiatique, touchés par la crise financière. A la fin de 1997, les prix, exprimés en dollars, des matières premières industrielles ont également fléchi, sous l'effet de ce dernier facteur.

Enfin, la crise asiatique a également perturbé fortement les marchés internationaux. Les causes

de cette crise ont déjà fait l'objet de nombreux commentaires. En résumé, l'on peut signaler la surchauffe des économies de cette région, qui s'est traduite par l'augmentation des déficits du compte courant de la balance des paiements, financés par du capital à court terme étranger, et par des hausses excessives des prix des actions et des biens immobiliers; le maintien pendant trop longtemps d'une politique de change axée sur la stabilité à l'égard du dollar, ce qui a retardé la prise de conscience, tant par les créanciers que par les emprunteurs, des risques d'un financement extérieur trop important; la faiblesse du système financier de ces pays, trop peu encadré; les problèmes politiques qui ont ébranlé la confiance des bailleurs de fonds.

La crise du Sud-Est asiatique a pu influencer l'économie mondiale de différentes façons.

L'influence la plus évidente s'exerce sans doute par le biais du commerce international. La diminution de la demande intérieure dans les pays asiatiques concernés, due à l'effet négatif sur les revenus réels des fortes dépréciations des monnaies et au resserrement des politiques monétaires, a réduit les importations de ces pays, en partie parce que les entreprises ont éprouvé des difficultés à obtenir des crédits pour financer celles-ci. En outre, les exportations sont stimulées par les dépréciations de cours de change. L'ampleur de ce dernier effet dépendra toutefois de la fixation des prix par les exportateurs des pays en question. Il n'est pas rare de constater que les exportateurs qui ont vu leur monnaie nationale se déprécier préfèrent laisser les prix en monnaies étrangères inchangés afin d'augmenter ainsi leur marge bénéficiaire. Ce comportement peut être inspiré par les pressions déjà exercées antérieurement sur les marges bénéficiaires, en raison d'une détérioration de la compétitivité due à une évolution du cours de change ne correspondant pas aux données économiques fondamentales. Il peut également provenir du fait que les exportateurs anticipent un renchérissement de leurs importations ou s'attendent à ce que l'élasticité-prix de la demande de leurs produits soit relativement faible. Selon les chiffres de l'OCDE, les pays les plus touchés — les quatre pays de l'Asean¹ en crise et la Corée du Sud — devraient voir leur compte

¹ Philippines, Indonésie, Malaisie et Thaïlande.

courant s'améliorer de 80 milliards de dollars pour l'ensemble des années 1997 et 1998.

La crise asiatique aura peut-être aussi une incidence sur les prix. La dépréciation des cours de change rend, en principe, les importations en provenance de la région meilleur marché, ce qui aura surtout une influence positive sur le niveau général des prix dans les pays ayant d'importantes relations commerciales avec l'Asie du Sud-Est, notamment les Etats-Unis. Cette évolution peut de la sorte apporter une certaine détente sur le front de l'inflation, qui sera particulièrement bienvenue dans les pays où celle-ci risquait d'augmenter en raison du resserrement de l'écart de production. Presque tous les pays profiteront, en revanche, des baisses précitées des prix des produits énergétiques et des matières premières, pour autant que la crise ait contribué à ces baisses de prix. Selon des estimations, en supposant que les prix du pétrole soient maintenus au niveau d'avril 1998, un transfert de revenus de l'ordre de 100 milliards de dollars pourrait avoir lieu entre les pays exportateurs et importateurs de pétrole. Il n'est donc pas exclu que la contrepartie finale de l'ajustement que doivent subir les comptes courants des pays du Sud-Est asiatique touchés par la crise réside dans une détérioration des comptes courants des pays exportateurs de pétrole.

Les flux d'investissements directs entre l'Asie du Sud-Est et le reste du monde seront peut-être aussi modifiés. Les investissements directs de ces pays dans les pays industrialisés, qui constituent une part non négligeable du total mondial, pourraient se réduire en raison des difficultés financières auxquelles la plupart des entreprises sont confrontées. Les flux des pays industrialisés vers l'Asie du Sud-Est, inspirés par des stratégies de marché, progresseront évidemment peu, les perspectives de marché n'y étant pas très favorables, mais ceux qui sont essentiellement motivés par des considérations de coûts pourraient être stimulés.

La crise asiatique a aussi influencé les marchés financiers. Le reflux, en provenance des marchés émergents, de capitaux privés à la recherche de placements plus sûrs a prolongé la baisse des taux à long terme aux Etats-Unis et dans l'Union européenne, stimulant ainsi dans une certaine mesure la croissance de l'activité économique, et a entraîné une hausse du cours du dollar.

En outre, la crise asiatique est également porteuse de risques pour les banques ayant accumulé d'importantes positions créditrices à l'égard de ces marchés auparavant en croissance rapide. L'exposition à ce risque pourrait propager la crise financière aux pays industrialisés. Selon les données disponibles, cette crise financière a cependant été bien maîtrisée. Les banques belges qui, par rapport à d'autres pays de l'UE, détenaient d'importantes créances sur les pays d'Asie du Sud-Est avant que n'éclate la crise ont, ainsi, pu réduire considérablement leur position et constituer des provisions complémentaires pour couvrir d'éventuels risques de crédit.

Enfin, la crise asiatique peut donner lieu à un réexamen des évolutions dans d'autres marchés émergents, tels ceux des pays d'Europe centrale et de l'Est ou d'Amérique latine. L'on ne décèle, toutefois, aucun indice en ce sens jusqu'à présent.

B. Les économies émergentes d'Asie en tant que concurrents dans le commerce international

Depuis le milieu des années quatre-vingt, la part des économies émergentes d'Asie dans le commerce mondial s'est sensiblement accrue. Les cinq pays touchés par la crise, ainsi que la Chine, Hong Kong, Taïwan et Singapour ont compté en 1997 pour plus de 22 p.c. du commerce mondial, contre environ 13 p.c. en 1985. Cette évolution s'est reflétée, en partie, dans une diminution de la part de la zone de l'OCDE, revenant de quelque 67 p.c. pour les importations et 63 p.c. pour les exportations à environ 60 p.c. (à l'exclusion du commerce intra-européen). La part de l'Union européenne a également diminué considérablement, s'établissant en 1996 à un niveau inférieur à celui de la part des économies émergentes d'Asie.

En revanche, le commerce mondial n'est pas une grandeur constante, qui doit être répartie entre un plus grand nombre de partenaires : au cours de la période considérée, il a progressé de 190 p.c., précisément en raison, en partie, de l'intensification des relations commerciales des pays de la zone de l'OCDE avec l'Asie du Sud-Est et de l'augmentation des flux commerciaux à

TABEAU 2 — PARTS DANS LE COMMERCE MONDIAL¹

(pourcentages)

	Importations		Exportations	
	1985	1996	1985	1996
Belgique ¹	1,0	1,0	1,0	1,2
Etats-Unis	24,6	19,4	15,3	15,5
Japon	8,9	8,3	12,7	10,2
Union européenne ¹	20,9	18,1	20,8	16,7
Autres pays de l'OCDE ²	10,5	11,0	12,0	14,3
OCDE ^{1 2}	66,9	60,3	63,0	60,0
Corée du Sud	2,1	3,6	2,2	3,2
Malaisie	0,8	1,8	1,1	1,9
Indonésie	0,7	1,0	1,3	1,2
Philippines	0,4	0,8	0,3	0,5
Thaïlande	0,6	1,7	0,5	1,4
Total des cinq pays	4,6	8,9	5,5	8,3
Chine	2,9	3,6	2,0	3,8
Hong Kong, Chine	2,0	4,7	2,2	4,5
Taïwan	1,4	2,7	2,2	2,5
Singapour	1,8	3,2	1,6	3,1
Total des neuf pays	12,7	22,9	13,4	22,2
Pays non-OCDE	33,1	39,7	37,0	40,0

Source : FMI.

¹ Commerce intracommunautaire exclu.

² Sauf Corée du Sud.

l'intérieur de cette zone. La progression de la part de l'Asie du Sud-Est ne s'est donc pas nécessairement faite au détriment des opportunités d'exportation des pays industrialisés traditionnels.

Ces pays d'Asie n'en sont pas moins devenus, au fil des ans, des acteurs non négligeables dans la compétition internationale, comme le montre le tableau 3, qui reflète le poids des pays ou des zones mentionnés dans la colonne la plus à gauche en tant que concurrents des pays ou des zones figurant en tête de colonnes. Il a été tenu compte de l'importance de chaque concurrent pour les producteurs d'un pays, tant sur le marché intérieur propre, via la part de ce concurrent dans les importations, que sur le marché national du concurrent, via les exportations directes à destination de ce pays et sur les marchés tiers. Les mesures de ces dernières traduisent l'importance de ce concurrent sur les autres marchés à l'exportation des producteurs nationaux.

Ainsi évalués, ces pays d'Asie sont devenus, au milieu des années nonante, des concurrents très importants pour les producteurs japonais.

Environ 40 p.c. des ventes finales japonaises sont en concurrence directe ou indirecte avec cette région. Au début des années septante, elles ne représentaient que 11 p.c. Pour les Etats-Unis et l'UE, ces pays ont également gagné en importance au cours de cette même période. En 1995, leur poids était cependant encore inférieur de près de la moitié à celui qu'ils représentaient pour le Japon. Les entreprises belges, en revanche, sont pour moins de 5 p.c. de leurs ventes finales en concurrence avec ces pays, ce qui montre que l'amélioration sensible de la position concurrentielle de l'Asie du Sud-Est, qui s'est traduite par une dépréciation importante des cours de change effectifs réels, a une incidence beaucoup plus limitée sur la Belgique que sur l'UE dans son ensemble, les Etats-Unis ou le Japon.

Les concurrents de la Belgique proviennent majoritairement de l'UE et des pays non mentionnés ailleurs. Des chiffres séparés pour ces deux zones ne sont pas disponibles, mais on peut raisonnablement supposer que pour 70 p.c. environ des ventes finales la concurrence émane de l'Union européenne.

TABLEAU 3 — IMPORTANCE DES ECONOMIES EMERGENTES DANS LA DETERMINATION DES SCHEMAS DE CONCURRENCE DES ETATS-UNIS, DU JAPON, DE L'UNION EUROPEENNE ET DE LA BELGIQUE¹

	1970				1980				1995			
	Etats-Unis	Japon	UE	Belgique	Etats-Unis	Japon	UE	Belgique	Etats-Unis	Japon	UE	Belgique
Corée du Sud	1,2	2,1	0,2	...	3,1	7,1	1,4	0,2	3,4	7,1	1,6	0,3
Hong Kong	3,2	1,5	2,8	0,3	3,7	1,8	3,4	0,6	1,8	1,3	2,0	0,6
Singapour	0,2	0,1	0,3	...	1,3	1,2	1,0	0,2	2,7	2,5	2,6	0,7
Taiwan	1,8	2,4	0,7	0,1	5,3	5,1	2,5	0,5	4,9	5,9	4,1	1,1
Chine .....	...	2,0	1,6	0,2	0,6	3,9	1,8	0,2	5,9	13,2	5,8	0,9
Indonésie .....	...	0,3	0,1	...	0,2	1,3	0,2	...	0,8	2,8	1,0	0,2
Malaisie	0,5	2,0	0,3	...	0,9	1,5	0,6	0,1	2,2	2,6	1,5	0,4
Philippines	0,4	0,3	0,1	...	0,8	0,9	0,3	...	0,8	1,0	0,4	0,1
Thaïlande	0,3	0,6	0,1	...	0,4	1,3	0,4	0,1	1,5	3,9	1,6	0,3
Total	7,7	11,3	6,3	0,6	16,2	24,1	11,7	1,9	24,0	40,3	20,7	4,6
Mexique	2,3	0,5	0,7	0,2	4,1	1,3	1,0	0,3	8,0	0,4	1,0	0,3
Brésil	0,5	0,6	1,0	0,2	1,3	1,5	2,2	0,3	1,3	1,0	1,9	0,3
Argentine	0,5	0,4	1,8	0,3	0,3	0,5	0,9	0,1	0,2	0,2	0,6	0,1
Inde	0,7	1,7	1,4	0,2	0,6	1,1	1,5	0,2	0,8	1,1	1,6	0,3
Russie	—	—	—	0,1	—	—	—	0,1	0,4	0,6	0,8	0,2
p.m.												
Etats-Unis	—	44,1	44,1	10,8	—	35,1	35,7	8,3	—	27,1	31,8	9,0
Japon	20,6	—	13,8	2,5	23,8	—	21,3	3,9	22,2	—	21,6	5,9
Union européenne	35,7	29,7	—	85,1	29,9	26,5	—	84,9	22,0	22,4	—	79,3
Autres	32,0	11,7	30,9		23,8	9,9	25,7		21,1	6,9	20,0	
Total général	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : OCDE.

¹ Les chiffres représentent les pondérations utilisées pour le calcul des taux de changes effectifs. Ils sont basés sur un système de double pondération du commerce qui prend en compte, pour chaque pays, les parts de marché relatives détenues par ses concurrents sur les marchés qu'ils ont en commun (y compris le marché national), de même que l'importance pour le pays en question de ces différents marchés.

Cette concentration de la concurrence souligne combien le processus d'intégration européen est important pour la Belgique. La réalisation prochaine de l'UEM diminuera les coûts de transaction

pour plus de 60 p.c. du commerce extérieur belge et fera disparaître, pour cette part, toutes les conséquences négatives liées à l'insécurité et à l'instabilité des taux de change. La Belgique et le Luxembourg tireront, après le Portugal, proportionnellement le plus d'avantages de l'introduction de la monnaie unique. Les entreprises belges continueront néanmoins d'entretenir des relations commerciales importantes avec leurs partenaires de l'UEM et courront donc encore le risque de voir leur compétitivité se dégrader, si, par exemple, les coûts intérieurs devaient ne plus être alignés sur ceux des partenaires de l'UEM. Certes, par la création de la monnaie unique, la condition restrictive selon laquelle un déficit du compte courant doit être financé par un apport de capitaux étrangers est transposée à l'ensemble de la zone de l'UEM; il n'empêche que des glissements effectifs, qui auront un impact sur la croissance économique et l'emploi, puissent avoir lieu dans la position concurrentielle des Etats membres. Pour la Belgique, la sauvegarde de la compétitivité reste donc, dans le contexte de l'UEM également, un objectif important.

TABLEAU 4 — OUVERTURE DES ECONOMIES DE L'UEM

(moyenne des exportations et des importations en pourcentage du PIB, données relatives à 1996)

	Commerce international total	Commerce avec les pays de l'UEM	Commerce avec les autres pays
Irlande	60	19	41
UEBL	55	34	21
Pays-Bas	43	24	20
Finlande	27	9	19
Allemagne	20	9	11
Italie	19	9	10
Portugal	28	18	9
Autriche	26	16	9
France	18	9	9
Espagne	19	11	8
UEM (11)	23	—	12

Source : FMI.

La Belgique est d'ailleurs le deuxième pays de l'UE à avoir le taux d'ouverture le plus élevé en matière de commerce avec des partenaires non membres de l'UEM, bien que le chiffre repris au tableau 4 soit quelque peu gonflé, étant donné que la Belgique constitue une zone de transit importante pour le commerce des autres pays de l'UE avec le reste du monde. Les Pays-Bas et la Finlande présentent un taux d'ouverture vis-à-vis des pays qui ne participeront pas à l'UEM à peu près équivalent à celui de la Belgique. L'effet « portuaire » influence, comme pour la Belgique, le taux d'ouverture des Pays-Bas à la hausse, alors que celui de la Finlande résulte des relations commerciales étroites que la Finlande entretient avec les autres pays nordiques, qui n'adhéreront pas à l'UEM le 1^{er} janvier 1999. Dans le cas de l'Irlande, les intenses relations commerciales avec le Royaume-Uni portent même le taux d'ouverture à 41 p.c. Ces quatre pays membres de l'UEM seront donc plus sensibles aux variations du cours de l'euro que les autres partenaires de l'UEM dont les taux d'ouverture approchent les 10 p.c.

II. COMPTE COURANT DE LA BELGIQUE

Le commerce extérieur de biens et services a apporté une contribution considérable à la croissance économique de la Belgique en 1997. Cette contribution s'est greffée sur une évolution déjà vigoureuse de la demande intérieure, de sorte que la Belgique a enregistré une croissance du PIB de 2,9 p.c., qui se compare favorablement à la moyenne européenne.

Ce n'est toutefois pas tant l'influence directe de la forte demande à l'importation en Amérique du Nord qui est à l'origine de cette évolution. Les relations commerciales directes avec cette zone sont, en effet, assez faibles. Par conséquent, les exportations belges ont été stimulées essentiellement par l'effet que cette demande a eu sur l'augmentation des dépenses finales dans les pays voisins les plus proches. La structure géographique des exportations belges a donc joué légèrement au détriment de l'évolution de celles-ci. La croissance des marchés à l'exportation a, par conséquent, été inférieure (8 p.c.) à celle du commerce mondial dans son ensemble (10,1 p.c.). Elle doit néanmoins être considérée

TABLEAU 5 — EVOLUTION DES MARCHES A L'EXPORTATION DE LA BELGIQUE¹

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

		1996	1997
Biens			
Total	(100,0)	4,2	8,0
dont :			
Union européenne	(73,9)	4,2	7,7
dont : Trois pays voisins	(49,2)	3,3	7,8
Allemagne	(19,4)	2,2	9,4
France	(17,1)	2,5	6,5
Pays-Bas	(12,6)	6,1	7,1
Royaume-Uni	(10,2)	8,6	5,3
Etats-Unis	(5,0)	9,9	14,6
Japon	(1,2)	3,4	1,5
Economies asiatiques émergentes ²	(2,1)	10,6	6,9
Afrique	(2,0)	3,3	10,0
Amérique latine	(1,2)	6,3	14,6
Pays d'Europe centrale et orientale	(3,4)	10,2	1,5
p.m. Commerce mondial		6,2	10,1
Biens manufacturés			
Total		5,7	8,9
p.m. Croissance des marchés à l'exportation			
de l'Allemagne		7,6	9,4
de la France		6,3	9,6
des Pays-Bas		5,6	9,0
p.m. Commerce mondial		8,2	10,6

Sources : OCDE, BNB.

¹ La part en pourcentage de chaque zone géographique dans les exportations est indiquée entre parenthèses.

² Taïwan, Hong Kong, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande.

comme élevée et a égalé celle de la précédente période de haute conjoncture, datant de 1988-1989. En ce qui concerne le commerce de produits manufacturés, elle a même été un peu plus accentuée encore, mais elle aussi est restée quelque peu inférieure à la croissance mondiale des échanges de ce type de produits. La croissance des marchés à l'exportation de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas a également été un peu plus forte qu'en Belgique.

Principalement sous l'impulsion de cette vigueur du commerce de biens, le compte courant de la Belgique a dégagé un excédent plus important qu'en 1996. Cependant, l'évolution des opérations sur services, du compte de revenus et, dans une moindre mesure, des transferts courants a aussi contribué à l'accroissement de l'excédent

TABLEAU 6 — SOLDE COURANT DE LA BELGIQUE

(milliards de francs)

	1995	1996	1997	1997 1 ^{er} trimestre	1997 2 ^e trimestre	1997 3 ^e trimestre	1997 4 ^e trimestre
Biens et services	330	321	380	91	106	91	91
Biens	328	320	361	70	105	108	78
Marchandises générales	238	226	270	47	80	85	58
Travail à façon	80	88	88	20	24	23	20
Réparations de biens .....	...	-2	-4	-1	-1	-1	-1
Achats de biens dans les ports	8	6	6	2	2	1	1
Or non monétaire	2	1	1	...	...	...	...
Services	2	1	19	22	1	-17	13
Transports	66	56	55	15	14	11	15
Déplacements à l'étranger	-103	-113	-117	-16	-34	-46	-21
Services de communication	8	10	9	3	3	1	2
Services de construction	-1	3	2	2	...	...	...
Services d'assurance	-7	-3	-5	-2	-1	-1	-1
Services financiers	1	...	6	1	1	...	4
Services d'informatique et d'information	6	6	13	4	2	4	3
Redevances et droits de licence	-17	-15	-17	-5	-3	-5	-4
Autres services commerciaux	23	28	37	13	10	9	5
dont : Négoce international	-3	-1	11	5	1	5	...
Services entre entreprises liées, non compris ailleurs	28	40	42	8	11	11	11
Services personnels, culturels et récréatifs	-4	-2	-2	-1	...	...	-1
Services publics non compris ailleurs	30	34	37	8	10	9	10
Revenus	121	140	151	36	28	38	49
Revenus du travail	103	108	107	26	28	25	28
Revenus de placements et d'investissements	18	33	44	10	...	13	21
Transferts courants	-118	-121	-119	-43	-29	-31	-16
Transferts publics	-92	-93	-100	-35	-22	-29	-14
Transferts des autres secteurs	-26	-27	-20	-7	-8	-3	-2
Total des opérations courantes	332	340	411	84	105	98	124

Source : BNB.

courant. Le surplus courant a ainsi progressé de 340 milliards, soit 4,1 p.c. du PIB, en 1996 à 411 milliards, soit 4,7 p.c. du PIB, en 1997.

A. Opérations sur biens et services

1. BIENS

a. Exportations

L'excédent du compte de marchandises, qui atteignait déjà 320 milliards de francs ou 3,9 p.c. du PIB en 1996 — l'un des taux les plus élevés de l'UE — s'est encore accru de 41 milliards en

1997, essentiellement en raison de la forte augmentation en valeur des exportations. L'accélération de la croissance, qui avait commencé au début de 1996, s'est en effet poursuivie au cours des trois premiers trimestres de 1997. Au quatrième trimestre, la croissance des exportations s'est toutefois ralentie, même si une progression d'environ 10 p.c. a encore été enregistrée par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

Ce ralentissement est allé de pair avec l'affaiblissement du climat conjoncturel dans l'industrie manufacturière, qui s'est traduit par l'appréciation moins favorable portée par les chefs d'entreprise sur l'évolution des commandes étrangères et du carnet de commandes à l'exportation.

GRAPHIQUE 1 — EXPORTATIONS ET COMMANDES A L'EXPORTATION



Source : BNB.

¹ Moyenne mobile des cinq derniers mois des pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente des exportations sur la base des transactions selon la balance des paiements.

L'extension de la crise asiatique, au cours de cette période, ne constitue pas une explication suffisante du phénomène. Les exportations vers l'Asie du Sud-Est et le Japon ont certes diminué de quelque 20 p.c. au quatrième trimestre et celles vers la Chine ont également ralenti considérablement, mais ces pays ne représentent ensemble que 4,3 p.c. des exportations de la Belgique. Il n'est pas exclu que l'attention portée à la crise asiatique ait eu une influence à l'échelle mondiale sur la confiance des chefs d'entreprise et les ait incités à se montrer plus prudents dans leur politique d'achat. Dans les pays voisins — Allemagne, France et Pays-Bas — une inflexion similaire a été observée dans l'évolution des exportations et dans celle des commandes étrangères, de sorte que l'on peut en déduire qu'il s'agissait d'un ralentissement généralisé des marchés à l'exportation au quatrième trimestre. Celui-ci a toutefois été un peu plus prononcé en Belgique. Ce phénomène n'est pas exceptionnel en soi, car par le passé également, les revirements dans le climat des exportations se sont manifestés quelques mois plus tôt en Belgique. Le ralentissement des exportations a été perceptible dans tous les secteurs, mais a été un peu plus prononcé dans les branches produisant des biens intermédiaires, entre autres les industries métallurgique (métaux ferreux et non ferreux) et chimique.

La ventilation géographique du commerce de marchandises reflète assez fidèlement la divergence des taux de croissance des marchés. Ce sont principalement les exportations vers le Royaume-Uni et les Etats-Unis, qui entrent en ligne de compte respectivement pour 10 et 5 p.c. des exportations de la Belgique, qui ont fortement progressé. Ces taux de croissance élevés ne résultent toutefois pas uniquement de la vivacité de la demande en volume, mais aussi de l'appréciation du dollar et de la livre sterling en 1997, à concurrence de 16 et 21 p.c., respectivement. Certains exportateurs belges, souvent price-takers sur ces marchés, n'auraient pas tellement cherché à accroître leur part de marché, mais se seraient plutôt servis des cours de change plus élevés pour augmenter leur chiffre d'affaires en franc et, par conséquent, leur marge bénéficiaire. La croissance, en valeur, des exportations vers les pays qui, avec la Belgique, formeront l'Union économique et monétaire, lesquelles constituent plus de 60 p.c. des exportations belges de marchandises, est restée limitée à quelque 7 p.c. en 1997.

GRAPHIQUE 2 — EXPORTATIONS EN VALEUR SUIVANT LES GRANDES CATEGORIES ECONOMIQUES¹

(pourcentages de variation)²



Source : ICN.

¹ Les données concernent l'UEBL, mais étant donné la faible part du commerce du Luxembourg, celles-ci peuvent être considérées comme représentatives pour la Belgique.

² Moyenne mobile sur les cinq derniers mois des pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

TABLEAU 7 — VENTILATION GEOGRAPHIQUE DU COMMERCE DE MARCHANDISES EN VALEUR¹

(pourcentages)

	Importations			Exportations		
	Part du commerce total		Variation par rapport à 1996	Part du commerce total		Variation par rapport à 1996
	1987	1997		1987	1997	
Union européenne	75,8	73,2	8,0	77,2	73,9	9,4
Pays de l'UEM	64,8	60,7	7,1	65,8	60,7	6,9
dont : Allemagne	24,3	18,7	5,2	19,8	19,4	4,1
France	15,7	14,3	4,2	20,4	17,1	6,5
Pays-Bas	17,2	18,3	9,3	15,0	12,6	5,7
Autres pays de l'UE	11,0	12,5	12,1	11,4	13,1	22,4
dont Royaume-Uni	7,9	9,1	12,7	8,4	10,2	25,1
Etats-Unis	4,7	7,4	22,9	5,2	5,0	32,6
Japon	2,7	2,3	2,0	1,0	1,2	-1,6
Asie du Sud-Est ²	0,7	1,7	26,4	0,8	1,3	-1,3
Chine, Taïwan, Hong Kong	0,9	1,9	35,4	1,2	1,8	20,6
Europe centrale et de l'Est ³	n.	2,4	23,2	n.	3,4	32,9
Autres	15,2	11,2	10,6	14,6	13,4	20,4

Source : ICN.

¹ Les données concernent l'UEBL, mais étant donné la faible part du commerce du Luxembourg, celles-ci peuvent être considérées comme représentatives pour la Belgique.

² Philippines, Indonésie, Malaisie, Thaïlande et Corée du Sud.

³ Estonie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Hongrie, Roumanie, Bulgarie, Albanie, Ukraine, Bélarus, Moldavie, Russie, Slovénie, Croatie, Bosnie-Herzégovine, Yougoslavie, ex-République yougoslave de Macédoine.

Les exportations vers les pays d'Europe centrale et de l'Est, ainsi que celles vers la Chine se sont fortement accrues. Les exportations vers le Japon ont diminué de 1,6 p.c. sur l'ensemble de l'année et celles vers l'Asie du Sud-Est, d'un pourcentage à peu près équivalent.

Jusqu'à présent, l'influence de la crise asiatique sur l'économie belge a été assez limitée. Malgré la forte croissance économique des pays de la région au cours des dernières années, la part de ceux-ci dans les exportations belges n'a que peu progressé, passant de 0,8 p.c. en 1987 à 1,3 p.c. en 1997. L'accroissement de leur activité internationale a en effet eu lieu, pour la majeure partie, entre eux et dans la région même. Par conséquent, la Belgique n'a, par le passé, pu profiter que modérément de leurs taux de croissance élevés mais se ressent à présent peu des effets de la crise. Les conséquences indirectes de la crise, à savoir la diminution des débouchés pour d'autres pays avec lesquels la Belgique entretient des relations commerciales plus étroites, sont beaucoup plus difficiles à évaluer à ce jour. Elles dépendront pour une bonne part des réactions à la situation de crise dans les pays concernés du Sud-Est asiatique et dans les autres

économies du monde. Mais les partenaires commerciaux avec lesquels la Belgique a le plus d'échanges commerciaux, ont eux-mêmes des relations commerciales limitées avec l'Asie du Sud-Est et les observateurs évaluent les effets de la crise asiatique comme n'étant pas très importants, de sorte que l'on peut raisonnablement admettre que les répercussions de celle-ci sur l'activité en Belgique resteront dans l'ensemble assez faibles.

Cela n'empêche pas que la crise du Sud-Est asiatique puisse malgré tout être ressentie plus durement par les exportateurs de certains secteurs. Les exportations belges vers ces pays concernent pour l'essentiel des produits manufacturés. En 1996, elles se composaient pour près d'un quart de diamants. Ceux-ci constituaient même la moitié des exportations vers la Thaïlande, le principal client de la Belgique dans la région. Les exportations de diamants en Asie du Sud-Est ont diminué d'un tiers en 1997. Il ne faut toutefois pas surestimer l'incidence de la crise dans ce cas-ci non plus : avant celle-ci, l'Asie du Sud-Est ne représentait pas même 5 p.c. des exportations totales de diamants, qui ont augmenté de 14,6 p.c. en 1997. En outre, les diamants sont

TABLEAU 8 — STRUCTURE PAR PRODUITS DES EXPORTATIONS EN VALEUR VERS L'ASIE DU SUD-EST EN 1996¹

(pourcentages, sauf mention contraire)

	CTCI ²	Thaïlande	Indonésie	Malaisie	Philippines	Corée du Sud	Total des cinq pays	Part dans le commerce total de marchandises
Produits comestibles	0-1	1,7	2,7	1,3	5,0	3,5	2,5	0,3
Alimentation	0	1,5	2,4	1,0	4,6	3,4	2,3	0,3
Boissons et tabac	1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,4
Matières premières non destinées à l'alimentation	2 et 4	1,7	6,5	0,9	1,3	4,9	3,1	1,6
Energie	3	0,4	0,3	0,5	0,2	0,2	0,3	0,2
Produits manufacturés	5 à 9	96,2	90,5	97,2	93,6	91,3	94,0	1,6
dont :								
Machines et matériel de transport	7	14,5	45,2	22,9	57,2	33,2	28,6	1,4
dont véhicules	78	1,7	1,2	1,7	3,0	3,0	2,1	0,2
Produits chimiques	5	14,8	28,3	26,3	22,4	26,9	22,3	1,7
Autres produits manufacturés	6+8+9	66,9	17,1	48,0	13,9	31,2	43,1	1,7
dont : Fer et acier	67	7,9	3,4	4,3	1,4	3,1	4,9	1,3
Métaux non ferreux	68	1,4	0,7	1,2	1,6	8,6	3,2	1,9
Diamants	667.2	49,7	0,5	26,7	0,2	0,8	22,1	4,8
Total	0-9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	—
Total en milliards de francs		27,6	11,4	11,3	5,9	20,5	76,8	—

Source : ICN.

¹ Les données concernent l'UEBL, mais étant donné la faible part du commerce du Luxembourg, celles-ci peuvent être considérées comme représentatives pour la Belgique.

² Sections de la classification-type du commerce international.

TABLEAU 9 — CROISSANCE PAR PRODUIT DES EXPORTATIONS EN VALEUR VERS L'ASIE DU SUD-EST EN 1997¹

(pourcentages de variation par rapport à 1996)

	CTCI ²	Thaïlande	Indonésie	Malaisie	Philippines	Corée du Sud	Total des cinq pays
Produits comestibles	0-1	32,4	61,3	130,6	45,7	129,2	82,8
Alimentation	0	42,2	70,5	128,9	50,5	136,6	90,3
Boissons et tabac	1	-58,7	-16,8	136,4	-12,0	-16,4	4,4
Matières premières non destinées à l'alimentation	2 et 4	12,4	-20,8	36,7	44,3	4,6	0,9
Energie	3	11,8	1.691,6	-5,2	72,3	12,8	210,2
Produits manufacturés	5 à 9	-25,8	-4,0	24,9	18,6	1,8	-4,4
dont :							
Machines et matériel de transport	7	-9,4	-29,1	89,0	18,7	-7,6	2,5
dont véhicules	78	-66,3	16,2	-41,5	-0,9	-82,4	-55,2
Produits chimiques	5	3,3	28,6	20,2	1,1	20,7	16,4
Autres produits manufacturés	6+8+9	-35,8	8,6	-3,2	46,1	-4,5	-19,7
dont : Fer et acier	67	-68,9	-3,9	10,8	89,7	-45,0	-44,5
Métaux non ferreux	68	-16,8	-87,3	238,7	437,2	26,0	43,3
Diamants	667.2	-34,1	184,5	-19,9	162,4	-31,4	-30,8
Total en pourcentages	0-9	-24,0	1,4	26,2	20,3	6,5	-1,3

Source : ICN.

¹ Les données concernent l'UEBL, mais étant donné la faible part du commerce du Luxembourg, celles-ci peuvent être considérées comme représentatives pour la Belgique.

² Sections de la classification-type du commerce international.

importés préalablement et sont parfois réexportés à l'état brut. L'incidence sur le commerce est donc probablement supérieure à celle sur la valeur ajoutée. D'autres secteurs risquant d'être touchés sont la construction de machines, l'électronique destinée au grand public et la chimie, mais pour aucun, le commerce avec l'Asie du Sud-Est ne représente 2 p.c. des exportations.

b. Importations

Le profil conjoncturel des importations a suivi de près celui des exportations, étant donné le contenu en importations très élevé de ces dernières. Les importations se composent, en effet, pour 65 p.c. de biens intermédiaires. A peine 20 p.c. concernent des biens de consommation et quelque 10 p.c., des biens d'équipement. Le pourcentage restant a trait à des biens qui ne peuvent être répartis clairement suivant l'une ou l'autre catégorie, tels que les véhicules privés et les combustibles pour moteurs. Il est donc normal que le profil conjoncturel des importations soit déterminé essentiellement par celui de la production industrielle, qui à son tour est surtout soumis aux fluctuations de la demande

étrangère. La croissance des importations de biens de consommation s'est fortement ralentie à la fin de 1996 et au début de 1997, mais s'est rétablie à partir d'avril et a maintenu ce rythme jusqu'à la fin de l'année, parallèlement à l'évolution de la consommation privée. En revanche, les importations de biens d'équipement ont ralenti de manière continue à partir du milieu de 1996. Les investissements des entreprises ont en effet moins progressé en 1997 qu'en 1996.

L'évolution des importations, réparties suivant le pays d'origine, reflète dans une certaine mesure les fluctuations de change importantes qui se sont produites au cours de l'année. Pour certains produits, des biens de substitution ne sont en effet pas toujours disponibles, ou parfois des contrats conclus précédemment sont encore en vigueur, de sorte que les variations de cours du change, telles celles à l'égard du dollar ou de la livre sterling, s'expriment dans les valeurs à l'importation. Ainsi la forte hausse des importations en provenance des Etats-Unis et du Royaume-Uni s'explique-t-elle peut-être en grande partie par ces hausses de prix. La forte progression des importations en provenance d'Asie — tant d'Asie du Sud-Est que de Chine, de Taïwan et de Hong Kong — est également liée à ce phénomène, étant donné qu'il n'est pas rare que le commerce avec les pays lointains soit réglé en dollars. L'augmentation de plus d'un quart des importations en provenance d'Asie du Sud-Est ne doit donc pas nécessairement être attribuée à la nette amélioration, due à la crise, de la compétitivité internationale de ces pays, bien que ce facteur ne puisse évidemment pas être totalement exclu. En fait, les importations d'Asie du Sud-Est augmentent à un rythme assez élevé depuis au moins vingt-cinq ans déjà, à la suite des modifications dans la division internationale du travail. Ces importations concernent essentiellement les fils et les fibres, l'habillement et les chaussures, les appareils de télécommunication et l'électronique destinée au grand public.

GRAPHIQUE 3 — IMPORTATIONS EN VALEUR SUIVANT LES GRANDES CATEGORIES ECONOMIQUES¹

(pourcentages de variation)²



Source : ICN.

¹ Les données concernent l'UEBL, mais étant donné la faible part du commerce du Luxembourg, celles-ci peuvent être considérées comme représentatives pour la Belgique.

² Moyenne mobile sur les cinq derniers mois des pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

c. Solde des opérations sur marchandises

Sur l'ensemble de l'année, les exportations ont augmenté de 12 p.c. en valeur et les importations, de 10,3 p.c. Ces chiffres sont calculés sur la base des données du commerce extérieur collectées par l'ICN. Les chiffres provenant de la balance des paiements sont inférieurs et s'élèvent à 9,6 et 9,3 p.c., respectivement.

Pareille divergence dans les résultats n'est pas rare et peut s'expliquer par les nombreuses différences méthodologiques existant entre les statistiques du commerce extérieur et celles de la balance des paiements. Le commerce extérieur utilise comme critère les mouvements de marchandises au-delà des frontières belges et mesure donc essentiellement les variations du stock de marchandises se trouvant sur le territoire belge¹. La balance des paiements, en revanche, enregistre les transferts de propriété entre résidents belges et non-résidents et mesure donc les variations des actifs réels des résidents.

Cette différence d'optique revêt un sens particulier pour la Belgique qui, étant donné sa position centrale et ses ports maritimes, est une porte importante pour le commerce de l'ensemble de l'UE avec le reste du monde. Il est courant que des entreprises non résidentes entreposent des marchandises sur le territoire belge en attendant leur expédition définitive vers des destinations situées à l'intérieur ou à l'extérieur de l'UE, et qu'elles remplissent en Belgique les formalités douanières nécessaires, aux frontières extérieures de l'UE, pour les marchandises qui entrent dans l'UE ou en sortent. Le commerce extérieur enregistre les mouvements de marchandises qui s'y rapportent, ce qui a une incidence tant sur les flux d'importations et d'exportations que sur le solde. Ainsi, le fait que le solde des opérations sur marchandises ait davantage progressé selon le commerce extérieur que suivant la balance des paiements — 130 milliards contre

41 milliards — est lié notamment, mais pas exclusivement, à une augmentation plus importante à l'exportation qu'à l'importation des transactions déclarées pour le compte d'entreprises non résidentes. La contrepartie de cette évolution est une diminution du stock de marchandises qui avaient été entreposées sur le territoire belge pour le compte de non-résidents. L'évolution des flux d'importations et d'exportations a, pour sa part, encore été accessoirement influencée en 1997 à la suite du passage au concept communautaire du commerce extérieur, suivant lequel tout le commerce de transit est dans les statistiques.

Les données de la balance des paiements sont donc plus pertinentes pour l'analyse économique, mais les statistiques du commerce extérieur ne peuvent toutefois pas être complètement ignorées, car elles constituent l'unique source d'information concernant les évolutions de prix, la structure selon l'origine et la destination géographiques, et suivant les produits.

L'augmentation de 41 milliards du solde des opérations sur marchandises, suivant la balance des paiements, s'est produite en dépit d'une légère détérioration des termes de l'échange, qui s'est élevée à 0,6 p.c. selon les statistiques du commerce extérieur. Les prix à l'importation ont été de 5,4 p.c. plus élevés qu'en 1996, soit la hausse la plus forte depuis 1989. Les prix en dollars des matières premières ont cependant diminué de 1,7 p.c. sur l'ensemble de l'année, malgré une hausse de 5,9 p.c. des prix des produits comestibles. Les prix des matières premières industrielles ont en effet diminué de

¹ Jusqu'en 1997, il s'agit toujours des variations du stock de marchandises se trouvant sur le territoire de l'UEBL.

TABLEAU 10 — COMMERCE DE MARCHANDISES EN 1997 SUIVANT LES STATISTIQUES DU COMMERCE EXTERIEUR ET SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS

(pourcentages de variation par rapport à 1996)

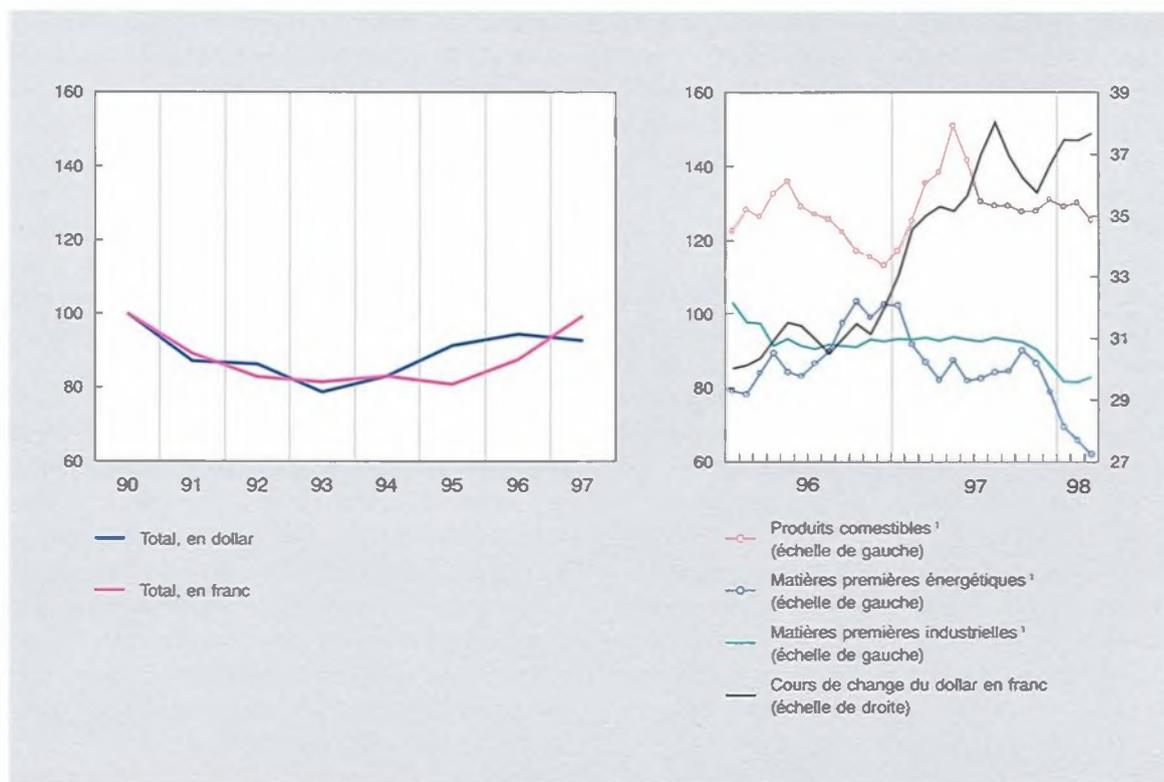
	Commerce extérieur ¹	Balance des paiements		
	valeur	valeur	valeur unitaire ¹	volume
Exportations	+12,0	+9,6	+4,8	+4,6
Importations	+10,3	+9,3	+5,4	+3,7
Variation de la balance commerciale (milliards de francs)	130	41		

Sources : ICN, BNB.

¹ Calculée sur la base des statistiques du commerce extérieur pour la Belgique.

GRAPHIQUE 4 — PRIX DES MATIERES PREMIERES

(indices 1990 = 100)



Source : BNB.
 1 Prix en dollars.

1,5 p.c. et ceux des matières premières énergétiques, de 3,6 p.c. Le fort renchérissement des importations est donc imputable aux évolutions des cours de change, entre autres à l'appréciation de 16 p.c. du dollar par rapport au franc belge. En 1996 également, la hausse du dollar avait contribué au renchérissement des matières premières, mais cet effet a encore été renforcé par une augmentation des prix en dollars. Les prix des matières premières, exprimés en franc, avaient en revanche diminué de 20 p.c. entre 1990 et 1992 et étaient ensuite restés stables jusqu'en 1995. Cette évolution a en grande partie contribué au ralentissement de l'inflation en Belgique. Etant donné les hausses de 1996 et de 1997, les prix des matières premières en franc ont toutefois retrouvé le niveau de 1990.

La dépréciation du franc a aussi eu une influence sur les prix à l'importation des produits manufacturés, qui ont progressé de 5,2 p.c. Ce phénomène est non seulement attribuable aux importations en provenance de pays dont la monnaie s'est appréciée vis-à-vis du franc, tels

que le Royaume-Uni et les Etats-Unis, mais aussi au fait que les échanges de certains produits manufacturés se font en dollars, tels ceux de

TABEAU 11 — VALEURS UNITAIRES A L'EXPORTATION ET A L'IMPORTATION¹

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

	Exportations	Importations	Termes de l'échange
1996			
1 ^{er} trimestre	1,3	2,3	-1,0
2 ^e trimestre	3,4	2,2	1,1
3 ^e trimestre	2,3	1,8	0,5
4 ^e trimestre	2,2	3,7	-1,5
1997			
1 ^{er} trimestre	4,2	4,2	...
2 ^e trimestre	4,6	5,8	-1,2
3 ^e trimestre	5,2	7,3	-1,9
4 ^e trimestre	4,7	4,5	0,2

Source : ICN.

¹ Calculées sur la base des statistiques du commerce extérieur pour la Belgique.

certains produits chimiques, des métaux non ferreux ou des diamants, par exemple. Les évolutions de prix des matières premières et des produits manufacturés présentent un certain risque d'accélération de l'inflation, du moins si elles ne sont pas compensées par d'autres facteurs. C'est pourquoi il est rassurant de constater que la hausse des prix à l'importation a ralenti au quatrième trimestre de 1997, après quatre trimestres consécutifs d'accélération.

Les mêmes effets de cours de change qu'à l'importation jouent en partie aussi à l'exportation, ce qui explique pourquoi, avec une hausse de 4,7 p.c., les prix à l'exportation belges de produits manufacturés ont augmenté nettement plus que ceux de la production industrielle, qui ont progressé de moins de 2 p.c. Les prix à l'importation et à l'exportation de produits manufacturés ont évolué de manière comparable, de sorte que la légère détérioration des termes de l'échange découle surtout de la part plus importante des matières premières et de l'énergie, devenues plus onéreuses, dans les importations que dans les exportations.

La légère détérioration des termes de l'échange a eu un effet négatif de 27 milliards sur la balance commerciale. En contrepartie, un effet de niveau positif de 28 milliards, dû au surplus commercial considérable de la balance commerciale en 1996, a été enregistré, de même qu'un effet de volume, également positif, de 40 milliards.

L'amélioration du taux de couverture en volume n'est pas attribuable à une différence de taux de croissance entre la Belgique et ses principaux partenaires commerciaux. La croissance, pondérée par la structure des exportations belges, de la demande intérieure dans l'ensemble de la zone de l'OCDE a en effet été aussi élevée que celle de la Belgique. Ainsi elle doit plutôt être mise en rapport avec une amélioration de la compétitivité.

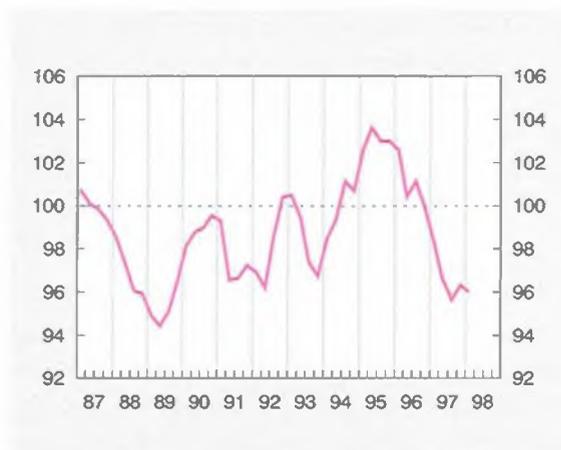
L'évolution de la compétitivité de la Belgique peut être examinée en observant l'évolution du « cours de change effectif réel ». Celui-ci est obtenu en combinant le cours de change effectif « nominal », moyenne pondérée des cours de change d'une monnaie donnée par rapport à celles des divers concurrents, à un indicateur de l'évolution relative des coûts ou des prix. Une hausse du cours de change effectif réel est

préjudiciable à la compétitivité d'un pays, puisqu'elle indique une augmentation relative du niveau des coûts ou des prix exprimés en monnaie commune. L'indicateur illustré au graphique 5 concerne le cours de change effectif réel pondéré par les prix à la consommation, calculé par la Banque des Règlements internationaux. Il mesure la variation du cours de change réel du franc par rapport aux monnaies de 21 pays industrialisés et de 4 pays du Sud-Est asiatique, ces pays étant pondérés par leur importance, pour les producteurs belges, en tant que concurrents sur les marchés à l'exportation, sur le marché intérieur et sur les marchés tiers.

Selon cet indicateur, la compétitivité de la Belgique s'est systématiquement améliorée depuis le deuxième trimestre de 1995. Au second semestre de 1997, cet indicateur se situait à plus de 7 p.c. au-dessous du sommet atteint à l'époque. Cette amélioration n'a été possible que grâce à l'évolution très modérée des prix et des coûts belges au cours des dernières années, à la suite, entre autres, d'une quasi-stabilité des coûts salariaux par unité produite et d'un certain rétrécissement des marges. Ces facteurs ont compensé la hausse des prix à l'importation de 1996 et 1997, ce qui a permis à l'inflation de rester à un niveau très bas jusqu'à présent. Si la hausse des prix à l'importation, liée à la dépréciation du franc, devait entraîner une augmentation de l'inflation, l'avantage concurrentiel pourrait à nouveau être perdu.

GRAPHIQUE 5 — COURS DE CHANGE EFFECTIF REEL DU FRANC¹

(indices 1987 = 100)



Source : BRI.

¹ Sur la base des prix à la consommation.

TABLEAU 12 — EVOLUTION DU COMMERCE DE MARCHANDISES PAR CATEGORIE DE PRODUITS EN 1997¹

(pourcentages de variation)

	CTCI ²	Valeurs		Prix		Volumes	
		Importations	Exportations	Importations	Exportations	Importations	Exportations
Produits comestibles	0-1	4,3	6,9	2,5	4,1	1,8	2,7
Matières premières non destinées à l'alimentation	2 et 4	13,9	20,0	9,8	6,0	3,8	13,2
Energie	3	13,2	8,0	8,4	8,3	4,4	-0,3
Machines et matériel de transport ...	7	9,3	12,3	4,3	5,9	4,8	6,0
dont véhicules	78	6,4	8,3	2,5	9,7	3,8	-1,2
Produits chimiques	5	14,5	16,7	5,7	3,6	8,3	12,6
Autres produits manufacturés	6+8+9	9,4	11,3	5,2	4,9	3,9	6,1
dont : Fer et acier	67	10,6	13,5	-1,0	2,6	11,8	10,6
Métaux non ferreux	68	18,8	17,9	8,8	8,8	9,2	8,4
Diamants	667.2	9,8	14,6	13,9	15,3	-3,6	-0,6

Source : ICN.

¹ Les données concernent l'UEBL, mais étant donné la faible part du commerce du Luxembourg, celles-ci peuvent être considérées comme représentatives pour la Belgique.

² Sections de la classification-type du commerce international.

d. Commerce de marchandises suivant les catégories de produits

Examinée par catégorie de produits, la croissance du volume des exportations a été la plus forte en 1997 dans les branches produisant plutôt

des biens intermédiaires, telles que la chimie, le fer et l'acier, ainsi que les métaux non ferreux. C'est également dans ces mêmes catégories de produits que les hausses les plus fortes ont été enregistrées à l'importation, ce qui s'explique par les besoins en biens intermédiaires de ces

TABLEAU 13 — STRUCTURE DU COMMERCE DE MARCHANDISES PAR CATEGORIE DE PRODUITS¹

(parts en pourcentages)

	CTCI ²	Importations		Exportations	
		1987	1997	1987	1997
Total	0-9	100,0	100,0	100,0	100,0
Produits comestibles	0-1	10,0	9,5	10,0	9,9
Matières premières non destinées à l'alimentation	2 et 4	6,6	5,1	3,0	2,9
Energie	3	9,1	7,1	3,8	3,0
Produits manufacturés	5 à 9	74,2	78,3	83,1	84,2
dont :					
Machines et matériel de transport ..	7	29,6	30,0	28,4	29,3
dont véhicules	78	13,5	11,6	15,0	14,4
Produits chimiques	5	11,8	15,3	15,2	19,4
Autres produits manufacturés	6+8+9	32,8	33,0	39,5	35,5
dont : Fer et acier	67	2,9	2,9	7,5	5,4
Métaux non ferreux	68	2,6	2,2	3,1	2,5
Diamants	667.2	5,8	7,0	5,9	6,8

Source : ICN.

¹ Les données concernent l'UEBL, mais étant donné la faible part du commerce du Luxembourg, celles-ci peuvent être considérées comme représentatives pour la Belgique.

² Sections de la classification-type du commerce international.

branches. Les exportations de véhicules ont, par contre, reculé, ainsi que celles de produits énergétiques et de diamants.

La structure par produits des exportations est restée remarquablement stable au cours de la dernière décennie : en 1997, 84,2 p.c. des exportations se composaient de produits manufacturés, contre 83,1 p.c. en 1987. Dans les produits manufacturés, la part de la chimie est toutefois devenue plus importante, au détriment du fer et de l'acier, ainsi que des métaux non ferreux.

Un glissement similaire, mais un peu moins prononcé, a pu être observé dans la structure de la production industrielle. Cette tendance est non seulement liée aux évolutions technologiques — recours accru aux produits synthétiques et moindre utilisation des métaux — mais aussi à la plus grande spécialisation de la Belgique dans les produits chimiques. L'infrastructure des transports et les synergies découlant de la présence en nombre déjà élevé d'entreprises chimiques rendent les régions portuaires très attractives en tant que lieu d'établissement pour d'autres entreprises chimiques du monde entier. La conséquence de cette spécialisation en chimie est que la production industrielle, et plus encore les exportations, sont devenues plus intensives en capital qu'il y a dix ans. Ceci ne résulte pas tant, cette fois, des évolutions relatives de prix des facteurs de production travail et capital que de facteurs techniques. Ainsi, la part des salaires dans la valeur ajoutée de l'industrie chimique est la moins élevée de toute l'industrie. Par conséquent, les coûts salariaux ont quelque peu perdu de leur importance en tant que facteur déterminant de l'évolution des exportations par rapport à il y a dix ans.

2. SERVICES

Les échanges totaux de services avec l'étranger représentent environ un sixième du commerce international de la Belgique. En 1997, le compte des services a dégagé un excédent de 19 milliards de francs, alors qu'il était resté pratiquement en équilibre les deux années précédentes. L'augmentation du solde des opérations sur services est liée essentiellement à la rubrique « négoce international », dont l'évolution est traditionnellement très irrégulière. D'autres mouvements

remarquables sont la forte augmentation du solde des services financiers et de celui des services liés à l'informatique et à l'information.

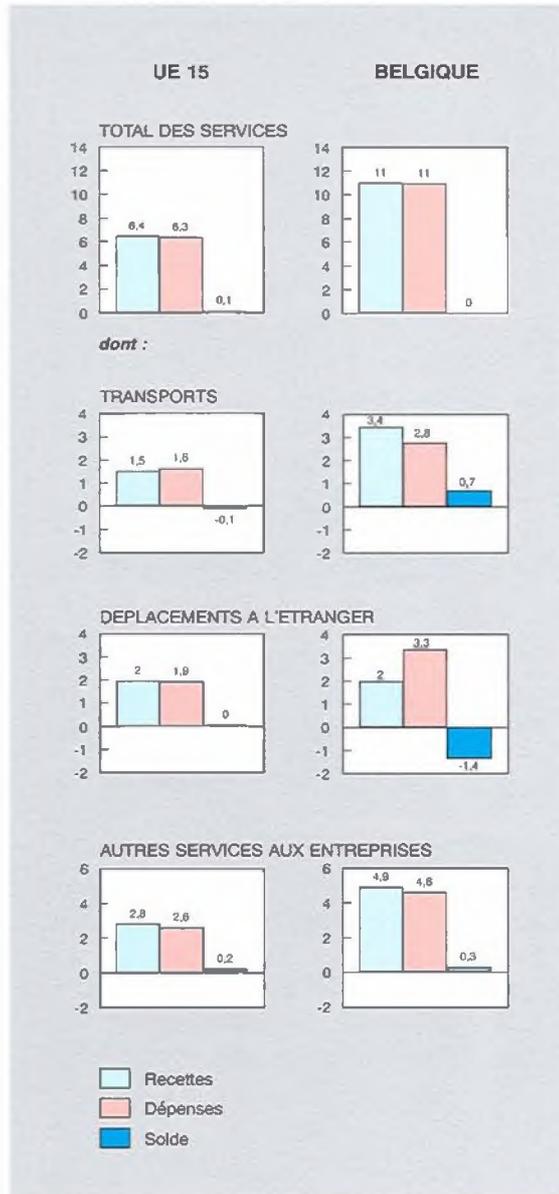
L'excédent limité des opérations sur services, par rapport à l'important surplus des opérations sur marchandises, peut à tort donner l'impression que la Belgique joue un rôle plutôt mineur en la matière. Pour vérifier qu'il n'en est rien, il est intéressant de procéder à une comparaison avec l'ensemble de l'Union européenne. En raison des retards importants avec lesquels les informations nécessaires sont rendues disponibles, l'analyse doit nécessairement s'effectuer sur la base des données relatives à 1996. Cette contrainte présente toutefois l'avantage que l'analyse ne risque pas d'être faussée par l'importante augmentation de l'excédent que la Belgique a enregistré en 1997 au titre des opérations sur services, excédent qui, comme on l'a dit plus haut, doit être attribué en partie à un facteur qu'il faut qualifier d'erratique.

Si les flux de recettes et de dépenses dans l'Union européenne ont représenté en moyenne un peu plus de 6 p.c. du PIB en 1996, ils se sont élevés à 11 points de pourcentage du PIB en Belgique. Le solde quasi nul de la balance des opérations sur services n'est pas propre à la Belgique, tel étant le cas également pour l'Union européenne dans son ensemble. Si l'on fait abstraction des déplacements à l'étranger, la Belgique enregistre toutefois un excédent de 1,4 p.c. du PIB, alors que la moyenne de l'UE, à l'exclusion également des déplacements à l'étranger, est restée en équilibre. Il est toutefois remarquable, à cet égard, de constater que les recettes belges au titre des déplacements à l'étranger sont relativement aussi importantes qu'en moyenne dans l'UE. Le déficit belge au titre des déplacements à l'étranger doit par conséquent être attribué aux dépenses nettement supérieures, lesquelles atteignent 3,3 p.c. du PIB contre 1,9 p.c. pour l'ensemble des pays de l'UE.

En matière de transport également, la Belgique se distingue de l'UE. Tant les flux de recettes que de dépenses, exprimés en pourcentage du PIB, ont en effet atteint environ le double de la moyenne de l'UE. La présence d'importants ports maritimes sur le territoire belge et la situation du pays au centre de l'Union ne sont évidemment pas étrangères au fait que les transports belges ont ainsi dégagé un excédent de 0,7 p.c. du PIB,

GRAPHIQUE 6 — OPERATIONS SUR SERVICES DE LA BELGIQUE ET DE L'UNION EUROPEENNE EN 1996

(pourcentages du PIB)



Source : CE.

alors que l'UE a en moyenne enregistré un léger déficit.

En matière d'autres services aux entreprises, la Belgique réalise également de bons résultats sur le plan international. Dans ce domaine également, les flux belges de recettes et de dépenses, exprimés en pourcentage du PIB, ont atteint près du double de la moyenne de l'Union européenne. Tant les services financiers, en ce compris les assurances, que les communications,

qui comprennent également les développements en matière d'informatique y ont contribué. Ces deux catégories de services ont connu une forte internationalisation ces dernières années, laquelle va se poursuivre, sous l'influence de la libéralisation plus poussée du marché européen. L'importance relativement grande de la Belgique pour ces deux types d'activités, et la constatation que leurs flux ont, en peu de temps, beaucoup gagné en importance dans la balance des paiements, semblent donc montrer que la Belgique a su saisir les occasions qui se présentaient en ce domaine.

B. Revenus

En ce qui concerne les revenus du travail, la Belgique présente traditionnellement un solde positif, lié au fait que le nombre de résidents travaillant à l'étranger et dans les institutions internationales ou les ambassades établies en Belgique, est supérieur au nombre de non-résidents travaillant en Belgique, ou dans les ambassades belges à l'étranger. Ce solde positif et relativement stable depuis le début des années quatre-vingt, traduit cependant des évolutions diverses.

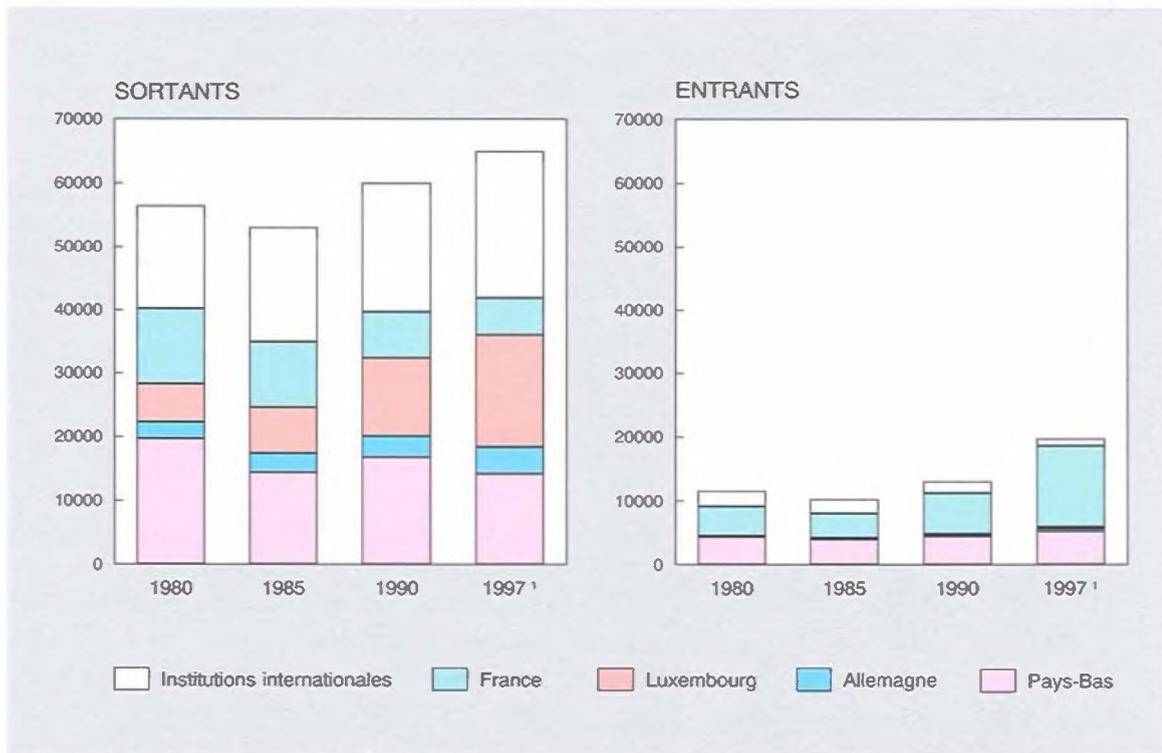
Jusqu'en 1985, on ne constate qu'une légère diminution du nombre total de travailleurs frontaliers aussi bien entrants que sortants. Par la suite, la tendance s'inverse, essentiellement sous l'impulsion d'une intensification du travail frontalier en ce qui concerne la France et le Luxembourg.

Si le nombre de frontaliers entrants en provenance du Luxembourg est resté stable et relativement bas (323 unités en 1997), le nombre de travailleurs belges au Luxembourg par contre est passé de 7.185 unités en 1985 à 17.618 unités en 1997. Cette augmentation est vraisemblablement liée à l'importance accrue du Luxembourg en tant que centre financier et à la pénurie de main-d'œuvre sur le marché du travail luxembourgeois.

D'un autre côté, les travailleurs français ont été de plus en plus nombreux à se rendre en Belgique, surtout depuis 1987. De 3.813 unités en 1985, ils sont passés à 12.715 en 1997, probablement essentiellement attirés par le dy-

GRAPHIQUE 7 — EVOLUTION DU NOMBRE DE TRAVAILLEURS FRONTALIERS ENTRANTS ET SORTANTS

(unités)



Sources : INAMI, MET.

¹ Données relatives à 1996 pour les institutions internationales.

namisme économique de certaines régions frontalières. Parallèlement, les Belges ont peu à peu délaissé la France comme destination professionnelle (de 11.786 unités en 1980 à 5.847 en 1997).

Un élément remarquable de la composition du travail frontalier en Belgique est constitué par les résidents travaillant dans les institutions internationales et les ambassades étrangères en Belgique. Leur nombre est estimé à 23.053 unités en 1996 et augmente continuellement depuis les années quatre-vingt.

Le surplus des revenus de placements et d'investissements est passé de 33 milliards en 1996 à 44 milliards en 1997. Cette évolution résulte essentiellement de l'accroissement des avoirs sur l'étranger dû aux excédents dégagés par le compte courant de la balance des paiements. Par ailleurs, l'encours des instruments libellés en monnaies étrangères étant plus important à l'actif qu'au passif, la dépréciation du franc a exercé un léger effet positif. En revanche, le repli des taux d'intérêt en 1997 ne semble pas

avoir joué de façon significative sur le solde des revenus de placements. Les taux de rendement moyen sur les avoirs et engagements de la Belgique vis-à-vis de l'étranger ont diminué dans la même proportion, de sorte que l'effet résiduel sur le solde est demeuré faible.

C. Transferts courants

En 1997, les transferts courants se sont soldés par un déficit moins élevé qu'en 1996. La nouvelle progression du déficit en matière de transferts publics a en effet été plus que compensée par une diminution du solde négatif des transferts des autres secteurs. En ce qui concerne les transferts publics, l'augmentation des recettes en provenance de l'UE, liée notamment aux mesures de soutien accordées dans le cadre de l'épidémie de peste porcine, n'a pas compensé le nouveau relèvement de la contribution au budget de l'UE, principalement celle calculée sur la base du PNB.

III. COMPTE COURANT DE L'UEBL

Etant donné l'existence de l'association monétaire entre la Belgique et le Luxembourg, qui implique notamment que la Belgique porte la responsabilité de la politique de change commune des deux pays, c'est la balance des paiements globale de l'UEBL qui doit être prise en considération.

A l'excédent courant de la Belgique s'ajoute par conséquent le résultat obtenu par le Luxembourg au titre du compte courant. Le Luxembourg a enregistré en 1997 un excédent nettement moins élevé que celui de la Belgique, mais qui,

exprimé en pourcentage du PIB, peut être considéré comme particulièrement élevé.

Globalement, l'excédent courant de l'UEBL a ainsi atteint, compte tenu des erreurs statistiques, 500 milliards de francs, alors qu'il n'atteignait encore que 433 milliards de francs en 1996. Exprimé en pourcentage du PIB, l'excédent courant de 1997 a représenté 5,4 p.c. du PIB global des deux pays, contre encore 4,9 p.c., l'année précédente.

L'augmentation, d'un montant de 67 milliards de francs, est due intégralement à la Belgique. En effet, le solde du compte courant du Luxembourg en 1997 a été inférieur de 4 milliards de francs au résultat de l'année précédente. Cette

TABLEAU 14 — SOLDE COURANT DE L'UEBL

(milliards de francs)

	1995	1996	1997	1997 1 ^{er} trimestre	1997 2 ^e trimestre	1997 3 ^e trimestre	1997 4 ^e trimestre
Biens et services	352	345	404	105	108	97	94
Biens	279	263	299	58	87	92	62
Marchandises générales	192	177	223	39	66	72	46
Travail à façon	76	81	76	18	21	19	18
Réparations de biens	-1	-3	-4	-1	-1	-1	-1
Achats de biens dans les ports	7	6	4	2	1	1	1
Or non monétaire	5	2	...	1	...	1	-2
Services	73	82	104	47	21	5	32
Transports	66	59	59	15	16	12	16
Déplacements à l'étranger	-88	-98	-104	-13	-32	-43	-17
Services de communication	16	22	23	7	7	4	5
Services de construction	-3	...	...	1	...	...	-1
Services d'assurance .....	...	1	3	1	1	...	1
Services financiers	45	48	56	18	10	14	13
Services d'informatique et d'information	5	4	12	4	2	4	3
Redevances et droits de licence	-17	-15	-18	-5	-4	-5	-4
Autres services commerciaux	30	35	43	14	13	11	6
dont : Négoce international .....	...	7	17	7	2	7	1
Services entre entreprises liées, non compris ailleurs	14	20	24	3	8	7	7
Services personnels, culturels et récréatifs	-13	-8	-8	-3	-2	-1	-1
Services publics non compris ailleurs	32	34	37	9	10	9	10
Revenus	201	218	223	43	52	63	65
Revenus du travail	59	59	53	14	13	13	12
Revenus de placements et d'investissements	142	159	170	28	39	50	53
Transferts courants	-127	-129	-127	-46	-30	-33	-18
Transferts publics	-96	-97	-103	-37	-22	-30	-13
Transferts des autres secteurs	-32	-33	-24	-9	-7	-3	-5
Total des opérations courantes	425	433	500	102	131	127	141

Source : BNB.

évolution est due, toutefois, à des facteurs exceptionnels, à savoir l'achat par une compagnie d'aviation luxembourgeoise d'avions pour un montant de 12 milliards de francs.

L'évolution du compte courant de l'UEBL en 1997 suit de près celle du compte courant de la Belgique. Aussi la progression du solde est-elle due, pour la majeure partie, aux opérations sur marchandises, tandis que les soldes des opérations sur services, des revenus et des transferts courants s'améliorent également.

IV. OPERATIONS EN CAPITAL ET FINANCIERES DE L'UEBL

L'excédent courant de l'UEBL constitue, avec le solde du compte de capital, la capacité nette de financement de l'économie. Cette capacité de financement croissante s'est traduite, en 1997 aussi, par une nouvelle augmentation de la formation d'avoirs nets sur l'étranger. La nature de ces créances nettes a été déterminée par les évolutions des marchés financiers internationaux et par les investissements transfrontaliers des entreprises résidentes et non résidentes. Alors que les investissements de portefeuille ont donné lieu à des sorties de capitaux plutôt limitées, celles-ci ont progressé vigoureusement dans les autres opérations financières. Les transactions liées aux investissements directs se sont soldées, comme de coutume, par de considérables entrées nettes de capitaux et les avoirs de réserve de la Banque, la dernière rubrique du compte financier, se sont accrus de 36 milliards de francs.

A. Opérations en capital

En 1997, le compte de capital s'est soldé par des entrées nettes de capitaux de 10 milliards, contre 5 milliards en 1996. Il consiste en transferts de capital qui sont la contrepartie de la remise de dettes, de la fourniture gratuite de biens d'investissement ou de fonds destinés à acquérir ces biens et du mouvement de marchandises ou de moyens financiers consécutifs aux mouvements

migratoires, ainsi que des acquisitions et des cessions d'actifs non financiers non produits.

Cette dernière rubrique est liée aux transactions relatives aux immobilisations corporelles susceptibles d'être utilisées pour la production de biens et de services, mais qui ne sont pas produites elles-mêmes, comme les terrains ainsi qu'aux immobilisations incorporelles, par exemple les patentes et les licences.

Les transferts en capital, qui constituent la composante la plus importante du compte de capital, ont augmenté sous l'effet du versement, aux premier et troisième trimestres de 1997, d'une compensation par les Pays-Bas dans le cadre du choix du tracé de la future ligne TGV entre Anvers et la frontière néerlandaise. Pour le reste, cette rubrique comprend surtout les subsides aux investissements de l'Union européenne au titre des fonds structurels.

B. Investissements directs

Les entrées nettes de capitaux provenant d'investissements directs se sont élevées à 209 milliards en 1997, ce qui représente une augmentation de 31 milliards par rapport à 1996. Cette progression est liée à la hausse des investissements étrangers en UEBL, parallèlement à une baisse des investissements des sociétés résidentes à l'étranger.

Les chiffres totaux relatifs aux investissements directs, enregistrés conformément à la cinquième édition du manuel du FMI, ne sont cependant pas les plus pertinents pour une analyse des investissements directs de l'UEBL et en UEBL. Ils comprennent notamment aussi les prêts entre les membres de groupes multinationaux qui, pour les raisons qui ont été exposées dans le Rapport 1997, peuvent être d'une ampleur considérable et présenter en outre des mouvements relativement erratiques. C'est pourquoi le commentaire est ici aussi limité aux investissements en capital social, c'est-à-dire l'apport de capital social lors de créations ou d'extensions d'entreprises, de prises de participations ou de rachats.

Les investissements nets étrangers en UEBL se sont élevés à 189 milliards en 1997, ce qui

TABEAU 15 — OPERATIONS EN CAPITAL ET FINANCIERES DE L'UEBL SELON LE SCHEMA DU FMI¹

(soldes, milliards de francs)

	1995	1996	1997	1997 1 ^{er} trimestre	1997 2 ^e trimestre	1997 3 ^e trimestre	1997 4 ^e trimestre
Opérations en capital	11	5	10	6	-1	7	-3
Transferts de capital	6	5	12	8	-1	8	-3
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	5	...	-2	-2	...	-1	...
Opérations financières	-367	-440	-476	-101	-106	-135	-133
<i>Investissements directs</i>	-36	178	209	9	74	100	26
De l'UEBL à l'étranger	-348	-259	-240	-14	-61	-35	-130
Capital social	-132	-167	-129	-15	-15	-43	-55
Autres transactions	-215	-92	-111	1	-45	9	-75
De l'étranger en UEBL	311	437	449	24	134	134	156
Capital social	174	277	189	31	18	48	92
Autres transactions	137	161	260	-7	117	86	64
<i>Investissements de portefeuille</i>	-662	-376	-19	15	-53	153	-134
Avoirs	-807	-1.511	-1.984	-418	-518	-503	-545
Actions	-98	-105	-744	-126	-245	-281	-92
Etablissements de crédit	34	6	-28	-7	-19	-17	16
Autres secteurs	-132	-111	-716	-119	-226	-263	-108
Obligations, titres du marché monétaire et produits dérivés	-709	-1.406	-1.240	-292	-274	-222	-453
Etablissements de crédit	-723	-757	-453	-110	...	-151	-192
Autres secteurs	14	-649	-787	-182	-274	-71	-260
Engagements	146	1.136	1.965	433	465	656	411
Actions	190	1.061	1.657	402	383	543	330
Obligations, titres du marché monétaire et produits dérivés	-44	75	308	31	83	113	81
Pouvoirs publics	75	-88	16	-46	27	43	-8
dont en franc	46	46	15	-50	19	49	-4
Etablissements de crédit	93	26	62	23	2	59	-21
Autres secteurs	-212	136	231	54	55	11	111
Autres opérations financières	337	-225	-630	-90	-122	-382	-35
Avoirs	-656	-441	-1.760	-984	-817	-192	233
Crédits commerciaux	-4	-11	-63	-43	-17	-7	4
Prêts, dépôts et autres avoirs	-652	-430	-1.697	-941	-800	-184	228
Pouvoirs publics	-2	-11	-16	-2	-3	-2	-10
Etablissements de crédit	-535	317	-896	-742	-505	-154	505
Autres secteurs	-115	-736	-785	-197	-293	-28	-267
Engagements	994	217	1.131	894	695	-191	-267
Crédits commerciaux	10	13	38	7	-2	...	33
Prêts, dépôts et autres engagements	984	204	1.093	887	697	-191	-300
Autorités monétaires	6	-14	-2	-2	1	...	-1
Pouvoirs publics	9	-1	-1	-16	26	9	-19
Etablissements de crédit	1.282	177	1.009	910	502	-42	-361
Autres secteurs	-313	42	87	-6	168	-157	81
Avoirs de réserve de la BNB	-7	-18	-36	-35	-5	-5	10
Total des opérations en capital et financières	-356	-435	-466	-95	-107	-128	-136

Source : BNB.

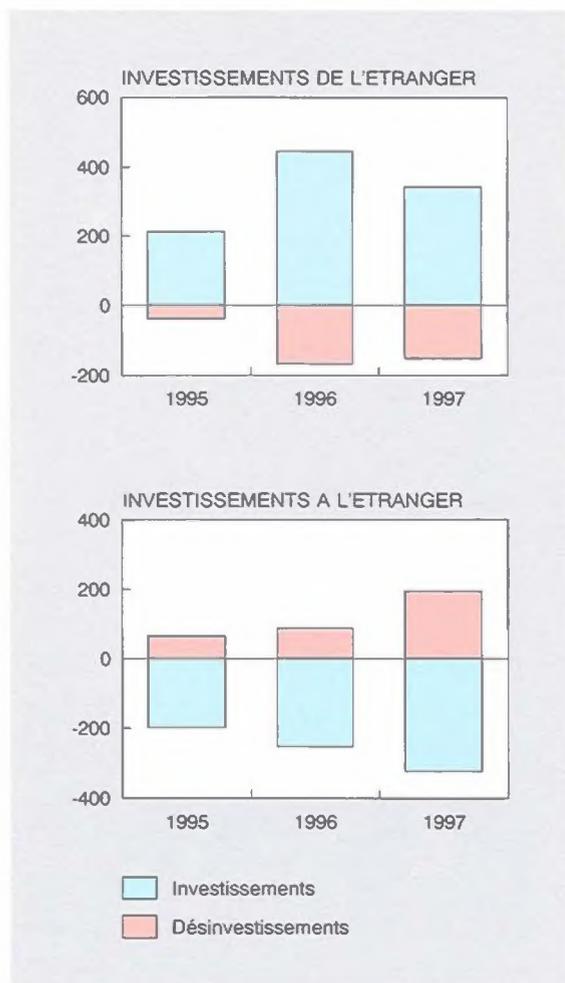
¹ Signe - : augmentation des avoirs ou diminution des engagements des résidents.

constitue une forte baisse par rapport à 1996, où ils avaient atteint 277 milliards. La diminution des investissements — les désinvestissements sont restés quasiment stables — doit être replacée

dans le contexte des chiffres élevés observés en 1996. Ceux-ci étaient liés à la prise de participation d'un consortium international d'entreprises de télécommunications américaine, singapourien-

GRAPHIQUE 8 — INVESTISSEMENTS DIRECTS DE L'UEBL EN CAPITAL SOCIAL¹

(milliards de francs)



Source : BNB.

¹ Signe - : investissements directs de l'UEBL à l'étranger ou désinvestissements de l'étranger en UEBL.

ne et danoise dans le capital de Belgacom, qui avait entraîné un apport de capitaux de 73 milliards cette année-là.

Il est en outre peu indiqué de tirer des conclusions d'un recul des investissements au cours d'une seule année. Sur une période plus longue, l'UEBL a su attirer une part croissante des flux d'investissements directs à destination de l'Union européenne.

Ce sont essentiellement les Etats membres de l'Union européenne, plus particulièrement la France et les Pays-Bas, qui ont réduit leurs investissements. Les chiffres relatifs au Royaume-Uni doivent être considérés comme exceptionnels. Ils reflètent en effet une opération unique

de désinvestissement qui a représenté plus de 40 milliards. Il s'est agi de la liquidation d'une société belge par ses actionnaires étrangers et de la vente concomitante de sa part dans le capital d'une société non résidente, ce qui a donné lieu à un désinvestissement simultané de l'étranger en UEBL et de l'UEBL à l'étranger.

En ce qui concerne la ventilation sectorielle, la baisse des investissements a surtout été sensible dans les services, plus particulièrement dans le commerce et dans les institutions financières. Les chiffres exceptionnels dans la rubrique immobilier, location et services aux entreprises sont dus aux désinvestissements déjà mentionnés.

Une forte croissance des investissements a été observée dans les centres de coordination en 1997. Au cours de la période 1995-1997, un quart des flux à l'entrée ont convergé vers eux. Une telle structure sectorielle relativise dans une certaine mesure le bénéfice que l'UEBL a tiré comme destination d'importants flux d'investissements directs. Des données de la Centrale des bilans pour 1996 montrent en effet que seulement cinq équivalents temps plein ont travaillé dans les centres de coordination par milliard de francs de capital social. Pour le total des sociétés prises en compte dans les statistiques, cette proportion s'est élevée à 355. Quoique cet indicateur présente de nombreux défauts, il traduit malgré tout le caractère de moins en moins créateur d'emplois des investissements directs reçus. Ce dernier s'est en tout cas affaibli par rapport aux années soixante et septante, lorsque la majeure partie des investissements s'orientait vers l'industrie manufacturière. Pendant la période comprise entre 1995 et 1997, la part de l'industrie est retombée sous les 10 p.c.

S'agissant des investissements de l'UEBL à l'étranger, les sorties nettes de capitaux sont revenues de 167 milliards en 1996 à 129 milliards en 1997. Cette évolution est totalement imputable à la nette progression des désinvestissements, au nombre desquels une opération déjà mentionnée s'est montée à plus de 40 milliards.

L'accroissement des investissements des sociétés résidentes à l'étranger correspond, en revanche, davantage à la tendance du passé, qui traduisait la participation de l'UEBL au développement de la mondialisation. Cette dernière n'est pas toujours jugée positivement. Les investisse-

TABLEAU 16 — STRUCTURE GEOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS DE L'UEBL EN CAPITAL SOCIAL¹

(soldes, milliards de francs)

	Investissements directs de l'étranger			Investissements directs à l'étranger		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997
Union européenne	122	188	98	-97	-116	-41
Pays participant à l'UEM	98	131	116	-90	-114	-38
dont : Allemagne	21	13	23	-17	-5	20
France	18	25	2	-24	-69	-6
Pays-Bas	48	45	36	-37	-26	-21
Italie	6	45	40	-4	-7	-23
Autres pays de l'UE	24	57	-19	-7	-2	-3
dont Royaume-Uni	22	29	-21	-7	-1	...
Europe centrale et orientale .....	...	...	...	-5	-4	-10
Autres pays européens	18	19	33	-4	-15	-20
dont Suisse	17	10	7	-4	-14	-17
Etats-Unis	12	35	20	2	-5	-30
Canada	9	1	10	-19	-2	-2
Japon	1	...	1	1	...	...
Amérique centrale et du Sud	1	...	1	1	-11	-7
Economies émergentes d'Asie ²	1	21	14	-1	-6	-2
Autres pays	1	3	1	-2	-5	-3
Investissements directs totaux ³	165	267	179	-124	-162	-116

Source : BNB.

¹ Signe - : investissements directs de l'UEBL à l'étranger ou désinvestissements de l'étranger en UEBL.

² Corée, Chine, Singapour, Taïwan, Hong Kong, Thaïlande, Malaisie, Indonésie et Philippines.

³ A l'exclusion des investissements en immeubles.

ments à l'étranger sont en effet souvent considérés comme une tendance à délocaliser la production, avec toutes les conséquences que cela implique pour l'emploi dans le pays d'origine. Pour l'instant, les investissements directs de l'UEBL dans les pays à faibles coûts salariaux, plus particulièrement en Europe centrale et orientale, en Amérique centrale et du Sud et dans les économies émergentes d'Asie, sont restés limités. Ils ont diminué dans les deux dernières régions en 1997 et ont eu tendance à progresser en Europe centrale et orientale. La volonté de conquérir de nouveaux marchés a joué un rôle essentiel dans cette évolution. Les investissements se sont en effet essentiellement concentrés dans l'industrie alimentaire, dans les secteurs apparentés à la construction et dans l'industrie chimique. Des investissements ont aussi été réalisés dans le textile, mais de manière limitée. Ces derniers se sont inscrits dans un phénomène observé à travers le monde de glissements de processus de production à forte intensité de main-d'œuvre vers des pays où le travail est relativement moins cher. Les sociétés résidentes ont pris part à cette

tendance afin de rester compétitives. Les données relatives aux investissements directs comportent toujours une sous-estimation de ce phénomène, car de nombreuses tâches sont sous-traitées, ce qui, en principe, est compris dans les dépenses de travail à façon dans le compte courant. Une étude récente du Bureau du Plan montre que les délocalisations au sens strict, c'est-à-dire le transfert d'activités vers des pays à faibles coûts salariaux avec cessation des activités en Belgique, ne doivent pas être surestimées, même si elles peuvent être importantes dans certains domaines d'activités. Seulement 10 p.c. des créations d'entreprises belges à l'étranger entraînent des réductions de personnel en Belgique. En outre, les investissements directs à l'étranger peuvent également être favorables à l'emploi national, par exemple en matière de promotion des produits fabriqués là-bas.

Les investissements directs de l'UEBL sont restés concentrés dans les pays de l'Union européenne. Cela montre qu'outre les coûts salariaux, d'autres facteurs influencent les déci-

TABLEAU 17 — VENTILATION SECTORIELLE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS DE L'UEBL EN CAPITAL SOCIAL^{1,2}

(soldes, milliards de francs)

	Investissements directs de l'étranger				Investissements directs à l'étranger			
	1995	1996	1997	p.m. répartition en pourcentages 1995-1997	1995	1996	1997	p.m. répartition en pourcentages 1995-1997
Agriculture et pêche .....	...	...	...	...	...	...	...	0,1
Extraction de minerais .....	...	...	...	...	...	-2	-1	0,9
Industrie	18	19	19	9,2	-33	-51	-37	30,2
Denrées alimentaires et tabac	1	2	5	1,3	-28	-12	-2	10,6
Textile .....	...	1	...	0,1	...	-1	...	0,4
Bois et papier, édition et impression	1	4	...	0,7	3	...	...	-0,7
Cokéfaction, raffinage et industries nucléaires .....	...	...	1	0,2	14	...	...	-3,4
Chimie	2	3	9	2,2	-8	-7	-4	4,9
Autres produits minéraux non métalliques	3	3	...	0,9	-5	-14	-4	5,7
Métallurgie	8	2	1	1,6	-3	-1	-5	2,2
Machines et équipements	2	3	...	0,8	-4	-1	-19	6,0
Appareils et instruments électriques et électroniques	2	1	1	0,6	-1	-10	-1	3,2
Matériel de transport	1	3	3	1,1	...	-2	...	0,8
Autres industries	-1	-1	...	-0,3	...	-1	-1	0,7
Production et distribution d'électricité, d'eau et de gaz .....	...	...	...	...	...	...	...	...
Construction	3	1	...	0,6	...	-1	...	0,4
Services	116	196	87	65,6	-81	-96	-45	55,5
Commerce	8	14	4	4,5	-6	-15	-6	6,8
Hôtels et restaurants .....	...	-10	...	-1,5	8	...	...	-1,9
Transports, stockage et communication	8	83	1	15,1	-1	-6	...	1,4
Institutions financières ³	25	69	56	24,6	-64	-70	-68	50,5
Immobilier, location et services aux entreprises	8	10	-40	-3,6	-10	-6	30	-3,5
Centres de coordination ⁴	66	23	65	25,2	—	—	—	—
Autres services	1	6	...	1,3	-8	...	-1	2,2
Secteur indéterminé	28	51	71	24,5	-10	-10	-31	12,9
Investissements directs totaux⁵	165	267	179	100	-124	-162	-116	100

Source : BNB.

¹ Signe - : investissements directs de l'UEBL à l'étranger ou désinvestissements de l'étranger en UEBL.

² Selon le secteur résident contrepartie de la transaction.

³ Y compris les holdings dont les holdings luxembourgeois régis par la loi du 31 juillet 1929, les compagnies d'assurances et les auxiliaires financiers.

⁴ Les investissements en capital social à l'étranger qui ont été déclarés comme investissements des centres de coordination sont reclassés en fonction de l'activité de la maison mère.

⁵ A l'exclusion des investissements en immeubles.

sions d'investir, comme la volonté d'être présent sur les marchés de débouchés, les économies d'échelle et les affinités culturelles. Les entreprises ont donc de plus en plus considéré l'Union européenne comme un seul marché. Les deux premiers éléments, liés à la crainte des entraves commerciales, expliquent également les importants investissements des sociétés de l'UEBL aux Etats-Unis.

Par branche d'activité, l'industrie a pris une part relativement importante des investissements

de l'UEBL à l'étranger, à savoir 30 p.c. au cours de la période comprise entre 1995 et 1997, par comparaison avec les investissements réalisés en UEBL par les sociétés non-résidentes. Le secteur des services, et plus particulièrement celui des institutions financières, a cependant pris à son compte plus de la moitié des flux d'investissements directs sortants. Cette situation est étroitement liée à l'expansion antérieure des investissements directs dans l'industrie manufacturière. Ce sont surtout les établissements de crédit qui ont voulu suivre leurs clients à mesure que ceux-ci

développaient davantage leurs activités multinationales. En outre, une part importante de ces investissements est liée au développement du Luxembourg en tant que centre financier.

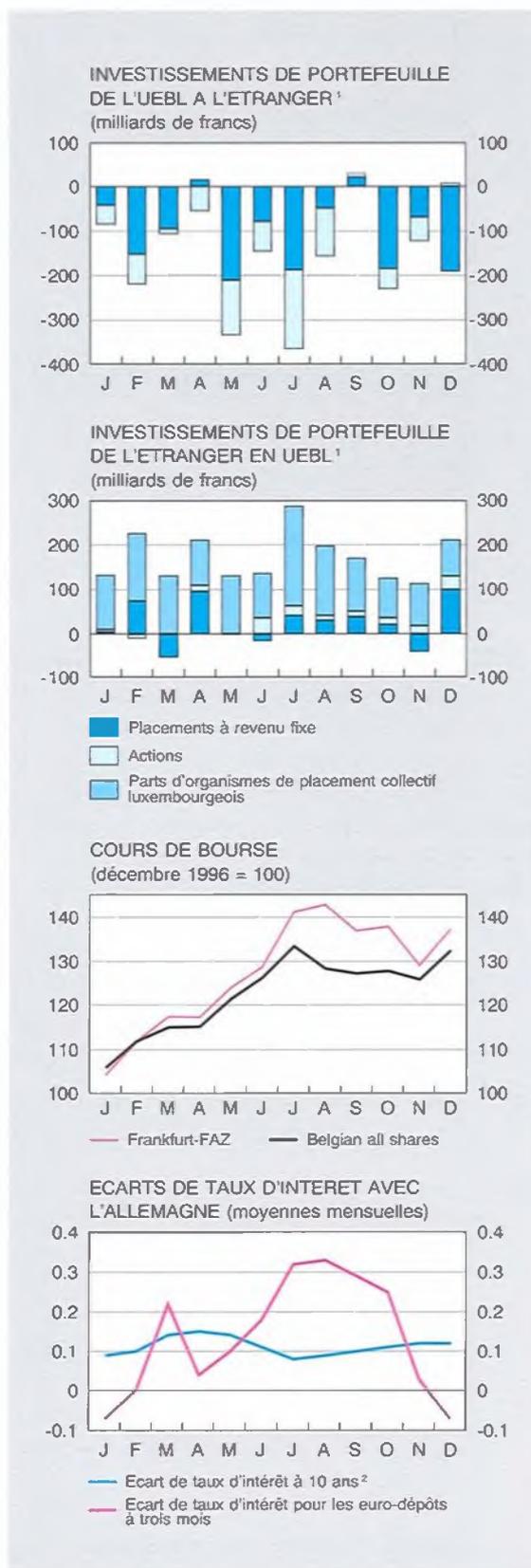
C. Investissements de portefeuille

Comme les années précédentes, les investissements de portefeuille ont donné lieu, en 1997, à la formation d'avoirs nets sur l'étranger. Il s'agit là d'une évolution normale dans un pays présentant un surplus substantiel de son compte courant. Les sorties de capitaux ont cependant été plus limitées en 1997 qu'au cours des années précédentes. Les résidents, parmi lesquels les organismes de placement collectif, n'ont aucunement réduit leurs avoirs nets sur l'étranger, ceux-ci progressant même de 1.984 milliards, contre 1.511 milliards en 1996, mais les investisseurs étrangers ont témoigné d'un intérêt considérable pour les titres de l'UEBL. Leurs investissements nets en papier de l'UEBL se sont élevés à 1.965 milliards, contre 1.136 milliards en 1996.

La plupart de ces placements étrangers ont été effectués sous la forme de parts d'organismes de placement collectif luxembourgeois. Celles-ci ont à nouveau rencontré un grand succès en 1996 et 1997 après un comportement d'achat hésitant en 1995, dû à la hausse subite des taux d'intérêt à long terme en 1994, qui a engendré une perte importante en capital pour les établissements spécialisés en placement d'obligations. Les achats nets de parts d'organismes de placement collectif par des non-résidents se sont élevés à 1.504 milliards en 1997, et ont culminé en juillet. Les cours de bourse ont en effet poursuivi leur progression et bon nombre d'investisseurs ont encore voulu tirer profit de cette situation sans courir les risques importants liés à des placements directs en actions. Par leur politique de placement, les OPC peuvent en effet rechercher une meilleure répartition géographique et sectorielle des risques.

Les achats directs d'actions de l'UEBL par des étrangers ont également bénéficié de l'effet positif de la hausse des cours. Ils se sont maintenus après la baisse temporaire des cours de bourse. Ce phénomène est peut-être lié au recul relatif

GRAPHIQUE 9 — INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DE L'UEBL EN 1997



Sources : BRI, Société de la bourse de valeurs mobilières de Bruxelles, bourses nationales, BNB.

¹ Signe - : augmentation des avoirs ou diminution des engagements des résidents.

² Emprunt de référence.

TABLEAU 18 — EMISSIONS NETTES DE PARTS D'OPC LUXEMBOURGEOIS

(milliards de francs)

	1995	1996	1997	Neuf premiers mois de 1997
Emissions nettes totales	82	906	n.	1.628
acquises par les :				
non-résidents	207	994	1.504	1.237
particuliers belges	-23	43	228	166
établissements de crédit belges	4	...	-1	1
compagnies d'assurances belges	-6	11	1	-2
pouvoirs publics belges	5	-5	-5	...
indéterminé ¹	-103	-136	n.	226

Sources : IML, BNB.

¹ Correspond aux parts acquises par des résidents luxembourgeois — que ce soit ou non pour le compte de Belges —, aux achats directs de Belges au Luxembourg et aux différences statistiques.

vement moins important enregistré sur la place de Bruxelles.

En dépit du bas niveau des taux d'intérêt, les non-résidents ont manifesté un certain intérêt pour les placements à revenu fixe. Manifestement, les investisseurs qui ont opté pour le court terme se sont plus laissé influencer par l'écart des taux d'intérêt par rapport au mark allemand que par le niveau absolu des taux d'intérêt. Ainsi, les augmentations temporaires de l'écart des taux d'intérêt à court terme ont été de pair avec un regain des achats de certificats de trésorerie belges. Sur l'ensemble de l'année, les non-résidents ont toutefois réduit leur portefeuille de certificats de trésorerie. En revanche, ils ont quelque peu accru leur portefeuille d'obligations linéaires. Cette augmentation a uniquement résulté de l'intérêt qu'ont suscité les obligations linéaires au quatrième trimestre de 1997, qui pourrait être lié à l'effet d'un réflexe de sécurité. En temps de grande insécurité — comme lors de la crise en Asie du Sud-Est — les investisseurs internationaux reviennent en effet souvent à des placements sûrs. La Belgique aurait également pu profiter de cet effet. Les placements en titres publics à revenu fixe en devises se sont stabilisés, parallèlement au statu quo de la dette publique en devises en 1997.

L'évolution des cours de bourse et des taux a eu une influence comparable sur les investissements de résidents à l'étranger et sur les placements de portefeuille étrangers en UEBL dont il est fait mention ci-dessus. En outre,

l'impact de la crise financière en Asie du Sud-Est s'est fait clairement ressentir dans la formation d'actifs à l'étranger au deuxième semestre de 1997.

Pour ce qui est de l'interprétation des placements de l'UEBL à l'étranger, il ne faut pas perdre de vue qu'une part importante de ceux-ci sont réalisés par des organismes de placement collectif résidents, et ce au moyen de fonds collectés tant en UEBL qu'à l'étranger. En raison d'un manque de données statistiques, ces placements ne peuvent être distingués des placements directs à l'étranger. Ceci ne constitue pas un problème pour les avoirs en actions, les mêmes motifs étant à la base de la décision de placement. Ainsi, la forte progression des cours de bourse a suscité un vif intérêt pour les actions jusqu'en août 1997. Celui-ci a été tempéré par la baisse qui a suivi et par l'insécurité qui a résulté de la crise en Asie du Sud-Est. En septembre et en décembre, des ventes nettes d'actions ont même eu lieu. Sur une base annuelle, 744 milliards ont été consacrés à de tels actifs en 1997, contre 105 milliards en 1996.

En ce qui concerne les placements à revenu fixe, et plus précisément les obligations, la situation est moins claire. Ainsi, la poursuite de la baisse des taux d'intérêt à long terme a permis l'anticipation de bénéfices en capital. En effet, de données partielles, notamment celles relatives aux placements d'OPC belges et luxembourgeois pour le compte de résidents, se dégage une forte progression des achats d'obligations étrangères.

En revanche, dans la mesure où les titres sont détenus jusqu'à leur date d'échéance, ce qui est en général le cas pour les petits investisseurs privés, le niveau absolu des taux d'intérêt joue un rôle prépondérant dans le processus de décision. Le bas niveau général des taux d'intérêt à long terme en 1997 aurait donc rendu les achats directs d'obligations étrangères moins attrayants, au profit des placements en actions. Néanmoins, les résidents ont également investi directement en dollars en raison de l'écart de taux d'intérêt positif et surtout de la hausse sensible du cours du dollar. La recherche de meilleurs rendements les a peut-être également orientés vers d'autres segments obligataires, et ce malgré des risques parfois plus importants.

La crise en Asie du Sud-Est, qui a connu sa phase la plus critique au quatrième trimestre de 1997, est allée de pair avec un regain d'intérêt pour les placements en obligations étrangères. Les événements qui ont marqué ces économies émergentes ont logiquement suscité l'attente d'une baisse de l'inflation, mais le réflexe de sécurité déjà cité peut également avoir joué un rôle. La diminution générale des taux d'intérêt à long terme dans les pays industrialisés à la fin de l'année est en partie imputée à ce phénomène. La nouvelle réduction de l'écart des taux d'intérêt à long terme entre les Etats-Unis et l'Allemagne pourrait indiquer que cet effet a encore plus joué à l'avantage des Etats-Unis.

D. Autres opérations financières

Pour les autres opérations financières, qui comprennent des avoirs et des engagements très différents, les sorties nettes de capitaux ont fortement augmenté entre 1996 et 1997.

En relation avec la progression du commerce extérieur, une augmentation sensible des crédits commerciaux nets du secteur privé non bancaire a été enregistrée. Pour leurs opérations relatives aux dépôts, aux crédits octroyés et prélevés et aux autres avoirs et engagements, une stabilisation des sorties nettes de capitaux a été observée. La désaffection, à la suite du bas niveau des taux d'intérêt à court terme, à l'égard des OPC monétaires n'est pas étrangère à ce phénomène. Il ressort de données partielles, notamment celles relatives aux placements d'OPC belges et luxembourgeois pour le compte de résidents que ceux-ci ont réduit leurs dépôts à l'étranger.

Les autres opérations financières des pouvoirs publics sont restées pratiquement stables, contrairement aux opérations des établissements de crédit. Les entrées nettes de capitaux ont reculé, revenant de 494 milliards en 1996 à 113 milliards en 1997. La contrepartie de ce mouvement a été principalement les moindres sorties nettes de capitaux émanant des investissements de portefeuille.

LE MARCHÉ FINANCIER BELGE A LA VEILLE DE L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE

INTRODUCTION

Davantage encore que le reste de l'économie belge, le secteur financier est concerné par l'introduction de la monnaie unique. En effet, celle-ci touche au plus près ce qui constitue quasiment la matière première de ce secteur dont la fonction est d'assurer une allocation optimale des ressources financières au sein de l'économie. Il a donc paru opportun de consacrer un article à la situation du secteur financier belge à la veille de cet important événement.

Les marchés financiers des différents pays de l'Union européenne (UE) présentent encore des caractéristiques très différentes. La coexistence de monnaies nationales a d'ailleurs contribué à maintenir cette segmentation et a ainsi offert une protection aux opérateurs des marchés. Les spécificités du marché financier belge sont examinées dans la première partie de cette étude.

S'ils conservent certaines de leurs particularités, les divers marchés internationaux sont cependant tous soumis à des mutations communes. Celles-ci seront passées en revue dans la seconde partie de cette étude. Qu'il s'agisse de la désintermédiation, des innovations technologiques, de la déréglementation, de l'internationalisation ou de l'intensification de la concurrence, toutes ces forces de changement ont déjà contribué à globaliser les marchés financiers. Cette évolution sera encore renforcée par l'introduction de l'euro qui servira de catalyseur en prolongeant ou en accentuant les tendances déjà existantes.

Comme la monnaie unique va amener la place financière belge à s'insérer dans un ensemble plus vaste, l'étude fait fréquemment référence à la situation prévalant à l'étranger. Les comparaisons portent, dans la mesure de la disponibilité des données, sur les quatre principaux pays voisins de la Belgique, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et les Pays-Bas. Les résultats doivent avant tout être considérés comme des ordres de grandeur car les statistiques relatives aux opérations financières sont souvent fragmentaires et

hétérogènes et se rapportent à des économies dont les systèmes financiers restent encore très différents. Au surplus les dernières données disponibles datent souvent de 1996, voire 1995, et ne reflètent donc pas un certain nombre d'évolutions récentes, telles plusieurs décisions de regroupement intervenues au sein du secteur financier.

1. CARACTERISTIQUES DU MARCHÉ FINANCIER BELGE

1.1 Spécificité de l'environnement macroéconomique

La nature des activités d'un marché financier est très dépendante des capacités ou besoins de financement dégagés par les divers secteurs économiques opérant sur ce marché. En Belgique, ces positions sectorielles sont très tranchées. Ayant une propension à épargner fort élevée, les particuliers ont accumulé un patrimoine financier net de près de 18.300 milliards, soit 220 p.c. du PIB à la fin de 1996. Ces ressources sont affectées par priorité au financement du principal secteur en déficit, les pouvoirs publics, dont la dette nette atteignait, à la même date, 121 p.c. du PIB. Si les sociétés ont contracté des engagements bruts supérieurs à ceux des pouvoirs publics, elles se sont, dans le même temps, constitué un montant significatif d'actifs financiers, de sorte que leur endettement net se limite à quelque 79 p.c. du PIB. Cette coexistence d'actifs et d'engagements financiers est en partie le reflet des nombreuses participations croisées nouées entre sociétés, dans le cadre de holdings ou de grands groupes multinationaux¹.

¹ La position financière nette des sociétés est de ce fait très sensible au mode de valorisation des actions. Pour les actions cotées, cette valorisation peut être aisément obtenue en appliquant les cours de bourse. Une telle référence n'existe pas, en revanche, pour les actions non cotées. Dans les comptes financiers de la Belgique, ces dernières ont été valorisées, de manière conservatrice, à leur valeur comptable (c'est-à-dire l'encours des fonds propres au sens large, y compris les réserves).

TABEAU 1 — POSITION FINANCIERE NETTE DES DIFFERENTS SECTEURS DE L'ECONOMIE BELGE

(encours à la fin de 1996)

	Milliards de francs			Pourcentages du PIB		
	Actifs financiers	Engagements financiers	Soldes financiers	Actifs financiers	Engagements financiers	Soldes financiers
Particuliers	21.585	3.305	18.280	259,9	39,8	220,1
Sociétés ¹	11.047	17.602	-6.555	133,0	211,9	-78,9
Pouvoirs publics	921	10.935	-10.014	11,1	131,7	-120,6
Reste du monde	16.509	18.221	-1.711	198,8	219,4	-20,6

Source : BNB.

¹ Le capital des sociétés est valorisé au prix du marché pour les actions des sociétés cotées et à la valeur comptable pour celles des sociétés non cotées.

Les actifs nets des particuliers sont suffisants pour assurer la couverture tant de la dette nette des pouvoirs publics que de celle des sociétés. Par solde, la Belgique a ainsi pu se constituer des avoirs nets sur l'étranger d'un montant de plus de 1.700 milliards, ou 21 p.c. du PIB.

Si les soldes sectoriels déterminent la direction générale et le volume global des opérations de financement au sein d'une économie, les modalités selon lesquelles ces opérations s'effectuent vont dépendre, à leur tour, de la structure institutionnelle du marché. Il existe en effet différentes filières de collecte et d'affectation des ressources financières suivant que les agents en surplus transfèrent des fonds directement aux agents en déficit, par exemple en achetant des valeurs mobilières, ou indirectement, par le biais soit de banques, soit d'autres intermédiaires financiers.

On distingue habituellement deux modes très différents d'organisation des marchés financiers. Les marchés des pays à forte culture bancaire, dont l'Allemagne est souvent présentée comme l'exemple type, sont opposés aux marchés des pays qui privilégient les opérations directes sur valeurs mobilières à l'instar, en Europe, du Royaume-Uni. Une comparaison de la Belgique avec ces deux pays est éclairante car elle fait bien ressortir un certain nombre de spécificités belges.

En Belgique, 37 p.c. des actifs financiers des secteurs résidents non financiers sont constitués auprès d'établissements de crédit. La part prise par le secteur bancaire dans la collecte de

l'épargne se situe ainsi à mi-chemin des pourcentages de 27 et 50 p.c. obtenus au Royaume-Uni et en Allemagne. Ces parts respectives s'appliquent cependant à des marchés dont la taille relative, exprimée en pourcentage du PIB, est beaucoup plus réduite qu'en Belgique, où le total des actifs constitués par les résidents atteint 404 p.c. du PIB, alors qu'au Royaume-Uni et en Allemagne ce total ne représente, respectivement, que 379 et 255 p.c. En combinant ces deux séries de pourcentages, on peut inférer que les établissements de crédit collectent auprès de leurs résidents des ressources correspondant à 150 p.c. du PIB en Belgique, contre environ 130 p.c. en Allemagne et 100 p.c. au Royaume-Uni.

L'importance des établissements de crédit dans le paysage financier belge s'explique en grande partie par le faible degré de développement des investisseurs institutionnels. Malgré le succès récent rencontré par les organismes de placement collectif, la part de ces investisseurs dans la formation d'actifs financiers ne représente que 14 p.c. en Belgique. Cette situation tranche avec la structure observée au Royaume-Uni, où ce type d'institutions canalise 42 p.c. des actifs financiers, ce qui permet à celles-ci de jouer un rôle de premier plan sur le marché des valeurs mobilières. Le niveau atteint en Belgique est également inférieur au pourcentage, pourtant modeste, de 19 p.c. enregistré en Allemagne.

En revanche, les résidents belges affectent une part beaucoup plus importante de leur portefeuille que les Allemands ou les Britanniques à l'acquisition directe de valeurs mobilières émises par des emprunteurs finals. Le pourcentage atteint

TABLEAU 2 — MODES DE PLACEMENT ET DE FINANCEMENT DES SECTEURS RESIDENTS NON FINANCIERS DANS TROIS PAYS DE L'UNION EUROPEENNE¹

(encours à la fin de 1996, pourcentages du total des actifs financiers)

	Belgique	Allemagne	Royaume-Uni
Actifs financiers	100,0	100,0	100,0
(idem en pourcentage du PIB)	(404)	(255)	(379)
Auprès des intermédiaires financiers résidents ...	50,8	69,0	69,3
Établissements de crédit ²	37,2	50,4	27,1
Investisseurs institutionnels ³	13,6	18,6	42,2
Par acquisition directe de valeurs mobilières en monnaie nationale ⁴	26,0	17,2	16,9
Actions	20,3	12,0	14,2
Titres à revenu fixe	5,7	5,2	2,7
Autres	23,2	13,8	13,8
Engagements financiers	94,9	97,8	99,8
(idem en pourcentage du PIB)	(383)	(249)	(378)
Sous la forme de crédits obtenus auprès d'intermédiaires financiers résidents	21,5	54,0	25,2
Sous la forme de valeurs mobilières en monnaie nationale	60,3	33,4	62,9
Actions	31,9	17,9	50,5
Titres à revenu fixe	28,5	15,5	12,4
Autres	13,0	10,4	11,7
Solde financier	5,1	2,2	0,2
(idem en pourcentage du PIB)	(21)	(6)	(1)

Sources : Deutsche Bundesbank, UK Office for National Statistics, BNB.

¹ L'établissement de ce tableau a nécessité certaines adaptations et l'introduction de certaines hypothèses afin d'aligner le mode de traitement des données pour l'Allemagne et le Royaume-Uni sur celui appliqué aux données belges, tout en tenant compte des caractéristiques institutionnelles propres à chacun de ces trois marchés.

² Y compris les « building and loan associations » au Royaume-Uni et en Allemagne.

³ Organismes de placement collectif, compagnies d'assurances et fonds de pension.

⁴ A l'exclusion des valeurs mobilières émises par des intermédiaires financiers résidents.

en effet 26 p.c., alors qu'il ne représente qu'environ 17 p.c. en Allemagne et au Royaume-Uni. Il ne faudrait toutefois pas pour autant en conclure que le système financier belge privilégie les opérations directes de marché.

D'une part, les titres détenus par les résidents non financiers belges comprennent essentiellement des actions non cotées. Cette situation découle de l'existence de très nombreuses PME à actionariat familial procédant à des émissions privées. Ces actions non cotées ne soulèvent pas seulement des problèmes de valorisation susceptibles de biaiser les comparaisons internationales, mais présentent comme caractéristique plus fondamentale de ne pratiquement pas être traitées sur des marchés. D'autre part, la détention directe, par les particuliers et les sociétés non financières belges, de titres à revenu fixe en franc émis par des emprunteurs finals représente moins de 6 p.c. de l'encours des actifs financiers. Cette

situation est d'autant plus étonnante que cette catégorie de titres entre pour 29 p.c. dans le total des engagements financiers contractés par les secteurs résidents non financiers. Ce dernier pourcentage, qui représente environ le double de celui observé dans les deux autres pays, s'explique évidemment par le niveau élevé de la dette publique en Belgique. Si les investisseurs belges acquièrent aussi peu d'obligations d'Etat, c'est en fait parce qu'ils préfèrent souscrire aux bons de caisse émis par les établissements de crédit qui, à leur tour, utilisent ces fonds pour acquérir des titres de la dette publique. Le rôle prépondérant joué par les banques sur le marché financier belge semble ainsi se fonder en grande partie sur l'intermédiation de la dette publique, qui se prêterait pourtant aisément à un financement direct.

Enfin, une partie importante des actifs financiers de la Belgique, à savoir 23 p.c. du total,

est détenue sous d'autres formes que des valeurs mobilières en franc ou des placements auprès d'intermédiaires financiers résidents. Ce pourcentage élevé reflète l'incidence, sur la constitution des patrimoines financiers, de motivations fiscales. Celles-ci incitent en effet de nombreux particuliers belges à investir à l'étranger.

Le contexte macroéconomique exerce ainsi une influence déterminante sur la structure des marchés financiers. Comme le confirmera l'analyse des trois sections qui suivent, consacrées successivement aux banques, aux investisseurs institutionnels et aux marchés des valeurs mobilières en Belgique, la place privilégiée accordée, suivant les pays, aux opérations de marché ou aux transactions bancaires porte souvent moins la marque de choix délibérés que de différences d'environnement.

1.2 Prépondérance des établissements de crédit

1.2.1 Importance globale du secteur et structure du bilan

Au vu du total des actifs gérés, la position relative des établissements de crédit apparaît particulièrement forte sur le marché financier belge. A la fin de 1996, l'encours du bilan des banques belges s'élevait à 326 p.c. du PIB¹. Le pourcentage correspondant pour la France et les Pays-Bas avoisinait les 200 p.c., les secteurs bancaires britannique et allemand occupant, sur la base de ce critère, une position intermédiaire.

Les quelque 27.000 milliards figurant à l'actif des banques belges se répartissent entre 141 établissements. Le nombre de banques est un peu plus élevé qu'aux Pays-Bas et représente le quart de celui recensé en France et au Royaume-Uni. L'Allemagne se singularise avec plus de 3.500 banques en 1996; cette grande fragmentation du marché provient du fait qu'il existe dans ce pays un important réseau de banques mutualistes de taille réduite.

Cette dernière caractéristique transparait également dans le montant moyen des actifs par banque. Celui-ci n'atteint que 48 milliards de francs en Allemagne, alors qu'il dépasse les 150 milliards dans les quatre autres pays considérés. Après les Pays-Bas, c'est la Belgique qui enregistre l'encours le plus élevé, soit 192 milliards par institution.

Cette moyenne ne constitue évidemment qu'une donnée globale et n'indique pas le degré de dispersion. Comme on le montre au chapitre 2.4, la concentration au sein du secteur peut être plus ou moins prononcée suivant les pays. Le montant moyen des actifs par banque, inférieur à 200 milliards dans chacune des économies considérées, sauf aux Pays-Bas, n'en apparaît pas moins assez faible compte tenu des possibilités que les économies d'échelle ou de gamme peuvent offrir dans un environnement financier en voie de globalisation. La présence de nom-

¹ Le concept de banque belge est envisagé ici dans un sens économique et non juridique. Les banques belges regroupent donc l'ensemble des établissements de crédit implantés en Belgique, y compris les filiales et les succursales de banques étrangères.

TABLEAU 3 — IMPORTANCE DU SECTEUR BANCAIRE

(données à la fin de 1996)

	Belgique	Allemagne	France	Royaume-Uni	Pays-Bas
Actifs totaux des banques					
en milliards de francs	27.061	169.523	91.425	89.167	25.158
en pourcentage du PIB	326	231	192	252	207
Nombre de banques	141	3.517	589	559	124
Actifs moyens par banque en milliards de francs	192	48	155	160	203
p.m. : idem à l'exclusion des prêts interbancaires	129	38	95	138	173

Sources : BRI, Commission bancaire (Paris), Deutsche Bundesbank, OCDE, BNB.

breux établissements de crédit de taille très réduite n'est donc pas spécifique à la Belgique.

L'encours moyen relativement élevé du bilan des banques belges s'explique en grande partie par l'importance des opérations interbancaires. Les dettes envers d'autres banques représentent 41 p.c. du passif des établissements de crédit belges, contre 30 p.c. en moyenne en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Les actifs correspondants atteignent 33 p.c. du total du bilan en Belgique, contre 24 p.c. en moyenne dans les quatre autres pays. Le secteur bancaire belge enregistre donc une position débitrice nette relativement importante sur ses opérations interbancaires. Cette position n'est pas sans influence sur la rentabilité du secteur, qui finance une partie de ses actifs autres qu'interbancaires au moyen de ressources relativement onéreuses.

L'importance des opérations interbancaires en Belgique résulte en partie du haut degré d'ouverture de l'économie, dont témoigne, comme on l'illustre au chapitre 2.4, la présence de nombreuses filiales ou succursales de banques étrangères. Ces établissements prennent à leur compte une proportion des opérations interbancaires nettement plus grande que leur part dans le bilan global de l'ensemble des banques établies en Belgique. En outre, leurs opérations interbancaires sont essentiellement libellées en devises, ce qui se reflète indirectement dans le volume considérable des opérations passées avec des non-résidents. Celles-ci représentent respectivement 39 et 44 p.c. des créances et engagements de l'ensemble du secteur bancaire¹. Ces pourcentages sont beaucoup plus élevés que ceux enregistrés dans les pays voisins.

La seconde grande spécificité du bilan des banques belges est la part relative des emplois sous la forme de valeurs mobilières. Celles-ci, composées essentiellement de titres de la dette publique, entrent pour 29 p.c. dans le total de l'actif, contre 17 p.c. en moyenne dans les autres pays considérés. En contrepartie, les banques belges accordent proportionnellement moins de

¹ Ce déséquilibre entre les positions créditrices et débitrices ne signifie pas que l'ensemble des banques belges s'expose à un risque de change. Il a pour contrepartie une position en devises de sens contraire pour les opérations hors-bilan.

TABLEAU 4 — STRUCTURE DU BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(encours à la fin de 1995, pourcentages du total du bilan)

	Belgique	Moyenne des quatre principaux pays voisins ¹
Actifs		
Créances interbancaires ²	33,0	24,2
Prêts	32,7	52,2
Valeurs mobilières	29,1	17,2
Autres actifs	5,1	6,5
Total	100,0	100,0
dont : créances sur les non-résidents	38,7	20,1 ³
Passifs		
Capital et réserves	2,5	4,2
Dettes interbancaires	40,7	29,6
Dépôts non bancaires et obligations	49,6	55,1
Autres passifs	7,1	11,2
Total	100,0	100,0
dont : engagements envers les non-résidents	43,5	18,0 ³

Source : OCDE.

¹ Allemagne, France, Royaume-Uni et Pays-Bas.

² Y compris les avoirs en caisse et auprès de la banque centrale.

³ À l'exclusion du Royaume-Uni, pour lequel les données ne sont pas disponibles.

prêts. Ceux-ci ne représentent en effet que 33 p.c. du total de l'actif, contre plus de 50 p.c. en moyenne, en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas.

La composition assez spécifique des actifs des établissements de crédit belges leur permet de se contenter d'un pourcentage de capital et de réserves plus faible, car les créances sur les pouvoirs publics sont dispensées des exigences de fonds propres imposées par les directives européennes, tandis que les créances interbancaires ne sont soumises qu'à un coefficient réduit². Ainsi, les capitaux et les réserves ne représentent que 2,5 p.c. des passifs bancaires

² Le coefficient de fonds propres de 8 p.c. prévu par la directive européenne du 18 décembre 1989 relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit s'applique au total des actifs pondérés en fonction de leurs risques respectifs. En règle générale, ce coefficient de pondération est de 0 p.c. pour les avoirs détenus sur les pouvoirs publics, 20 p.c. pour les créances interbancaires, 50 p.c. pour les crédits hypothécaires et 100 p.c. pour la plupart des autres actifs.

en Belgique, contre 4,2 p.c. en moyenne dans les trois autres pays.

1.2.2 Structure du compte de résultats et rentabilité

Si les banques belges sont en mesure d'intervenir sur une large échelle dans le financement de la dette publique, c'est parce qu'elles ont développé un réseau de distribution très dense qui leur permet de collecter une part substantielle de l'épargne des particuliers. Cette stratégie se marque sur la structure du compte de résultats, où les frais de personnel ont représenté, durant la période allant de 1990 à 1995, 44 p.c. du produit bancaire, contre 38 p.c. seulement en moyenne en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas¹. Au surplus, ce produit apparaît plus tributaire de la fonction classique d'intermédiation en Belgique que dans les pays voisins, qui sont davantage parvenus à développer des activités générant des revenus autres que d'intérêts, perçus notamment sous la forme de commissions.

En contrepartie de la concentration relative de leur activité sur le financement des pouvoirs publics, les banques belges présentent une position financière assez saine. Elles n'ont ainsi consacré que 14 p.c. de leur produit bancaire à la constitution de provisions, contre 16 p.c. en moyenne en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Cette modicité des provisions, combinée à des frais d'exploitation autres que les frais de personnel inférieurs à ceux des autres pays, a permis aux banques belges de dégager un bénéfice qui, exprimé en pourcentage du produit bancaire, est en ligne avec celui enregistré dans les pays voisins.

Si les opérations avec les pouvoirs publics présentent peu de risques, elles n'offrent également qu'un rendement assez faible. Ceci pèse

¹ Les commissions versées aux agents indépendants au titre de rémunérations ne sont pas comptabilisées comme frais de personnel, mais sont reprises parmi les autres frais d'exploitation dans les statistiques de l'OCDE. Dans la mesure où le statut d'agent indépendant serait plus répandu en Belgique que dans les autres pays, le handicap relatif du secteur bancaire belge en matière de charges salariales pourrait être encore plus grand que les statistiques de l'OCDE ne le laissent apparaître.

TABLEAU 5 — STRUCTURE DU COMPTE DE RESULTATS DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT

(moyenne des données pour la période de 1990 à 1995, pourcentages du produit bancaire)

	Belgique	Moyenne des quatre principaux pays voisins ¹
1. Revenus d'intérêts nets	75,5	67,3
2. Autres revenus nets	24,5	32,7
3. Produit bancaire (= 1 + 2) ²	100,0	100,0
4. Frais de personnel	43,5 ³	37,5
5. Autres frais d'exploitation ...	26,1 ³	28,4
6. Provisions	13,8	16,0
7. Bénéfice avant impôt (= 3 - 4 - 5 - 6)	16,7	18,2
8. Impôt	5,3	7,3
9. Bénéfice après impôt (= 7 - 8)	11,5	10,9

Source : OCDE.

¹ Les données pour le Royaume-Uni ne portent que sur les banques commerciales, tandis que celles pour la France ont été corrigées afin de ne pas prendre en considération, en 1994, le compte de résultat d'une grande banque qui enregistrait une perte exceptionnelle.

² Le produit bancaire correspond aux revenus d'intérêts nets augmentés des autres revenus nets. Ces derniers comprennent les commissions, les résultats de l'activité de change et de négoce, le produit des actions et des immobilisations financières, le résultat sur réalisation de valeurs mobilières et titres de placement et les autres produits d'exploitation.

³ Pour les années 1990 à 1992, les données disponibles ne portent que sur les banques commerciales et les banques d'épargne.

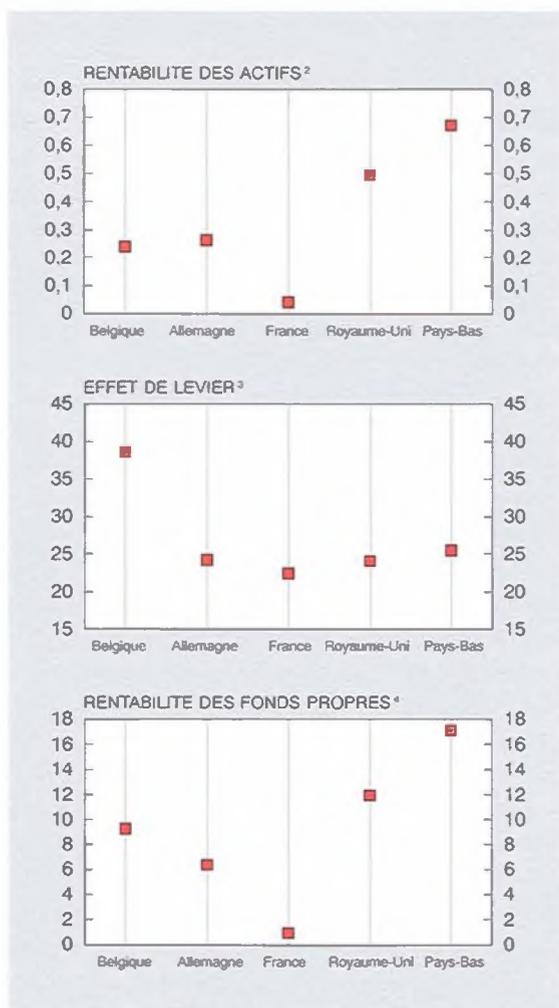
sur la rentabilité des banques belges : mesurée par rapport au total du bilan, celle-ci apparaît moins élevée qu'à l'étranger. Tout en dépassant largement le niveau très réduit observé en France², le rendement global des actifs est en effet un peu plus faible qu'en Allemagne et nettement moins élevé qu'au Royaume-Uni et surtout aux Pays-Bas.

Les établissements belges parviennent à corriger partiellement ce handicap en faisant davantage jouer l'effet de levier puisque la nature de leur activité leur permet de détenir proportionnellement moins de fonds propres. Mesurée sur cette dernière base, la rentabilité des banques belges devient supérieure à celle des banques allemandes et approche, sans toutefois l'atteindre, celles des banques britanniques.

² Les données pour les banques françaises ont pourtant été corrigées pour éliminer l'effet des pertes exceptionnelles d'une grande banque en 1994.

GRAPHIQUE 1 — INDICATEURS DE LA RENTABILITE DES BANQUES¹

(pourcentages moyens pour les années 1993 à 1995)



Source : OCDE.

¹ 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 a enregistré une perte très importante.

² Bénéfice après impôt exprimé en pourcentage du total des actifs.

³ Rapport entre le total des actifs et les fonds propres.

⁴ Bénéfice après impôt exprimé en pourcentage des fonds propres.

1.3 Rôle encore limité des investisseurs institutionnels

1.3.1 Importance comparée des investisseurs institutionnels en Belgique et dans les pays voisins

La place des investisseurs institutionnels sur le marché financier belge reste limitée en comparaison de celle occupée par ces institutions dans certains pays voisins. Au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, ces investisseurs géraient, à la fin de 1995, des actifs représentant respectivement 177 et 165 p.c. du PIB du pays. En revanche, le total des fonds collectés par les investisseurs institutionnels sur les marchés belge, français et allemand reste largement inférieur au PIB.

La différence structurelle observée entre le Royaume-Uni et les Pays-Bas, d'une part, la Belgique, la France et l'Allemagne d'autre part, résulte essentiellement du degré de développement très inégal des fonds de pension et des compagnies d'assurances-vie dans ces deux groupes de pays. Ce contraste, particulièrement net en ce qui concerne les fonds de pension, a des causes diverses qui peuvent être liées aux modes d'organisation des systèmes de sécurité sociale, aux habitudes de placement ou encore à des considérations institutionnelles ou fiscales. Celles-ci ont d'ailleurs également contribué au succès rencontré, dans certains pays, par les organismes de placement collectif (OPC). C'est le cas, en particulier, en Belgique, où les OPC pratiquant le régime de la capitalisation offrent aux détenteurs de parts la possibilité de bénéficier de l'exemption de précompte mobilier sur les plus-

TABEAU 6 — ACTIFS DETENUS PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

(encours à la fin de 1995, pourcentages du PIB)

	Belgique	Allemagne	France	Royaume-Uni	Pays-Bas
Fonds de pensions	3,8	2,9	—	76,4	88,9
Compagnies d'assurances-vie	17,4	20,5	28,7	69,5	52,6
Autres compagnies d'assurances	5,4	9,1	8,4	9,2	6,6
Organismes de placement collectif	24,0	16,5	36,8	22,3	17,2
Total ¹	50,6	48,9	73,9	177,3	165,3

Sources : OCDE, BNB.

¹ Y compris les doubles comptages résultant de l'éventuelle détention de parts d'organismes de placement collectif par les fonds de pension et les compagnies d'assurances.

values et en France, où les OPC monétaires permettent d'échapper aux limites de rémunération en vigueur sur les dépôts bancaires à court terme.

Les investisseurs institutionnels sont susceptibles d'exercer de multiples influences sur les marchés financiers. De par leur taille, ils sont amenés à effectuer des opérations de montants substantiels, contribuant ainsi à accroître la capacité d'absorption des marchés primaires et la liquidité des marchés secondaires de valeurs mobilières. De par leur niveau de spécialisation, ils peuvent contribuer au développement de nouveaux produits financiers et créneaux d'activité. Les investisseurs institutionnels ont donc à la fois tiré parti, mais aussi intensifié nombre des mutations récentes sur les marchés financiers qui sont mises en évidence dans la deuxième partie de cet article.

1.3.2 Influence restreinte sur la structure des actifs financiers des particuliers belges

Tout en ne gérant encore que des encours assez peu importants, les investisseurs institutionnels belges pourraient être en mesure d'exercer une influence significative sur les marchés s'ils orientaient la structure des actifs financiers des particuliers en prenant des positions différentes de celles que leurs clients auraient adoptées comme investisseurs finals. On peut en effet constater que la part des actions cotées et des

actifs en devises est plus importante dans les placements effectués par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels que dans les autres placements des particuliers.

En Belgique, toutefois, les investisseurs institutionnels comprennent surtout des OPC dont les placements, par rapport à ceux effectués par les fonds de pensions et les compagnies d'assurances, reflètent beaucoup plus directement les préférences exprimées par les clients. Il est probable que ceux-ci privilégient les OPC pour leurs placements en bourse ou à l'étranger, afin de profiter des possibilités de diversification et d'accès à des marchés moins connus offertes par ces organismes, tandis qu'ils tendent à maintenir leurs placements plus traditionnels auprès des banques. Les investisseurs institutionnels n'exerceraient donc qu'une influence assez limitée sur la structure du portefeuille des particuliers. Il se pourrait même, au contraire, que ce soient ces derniers qui, en modifiant la part des actifs plus risqués dans leur patrimoine, conditionnent l'évolution des parts de marché des différentes catégories d'intermédiaires.

Indirectement toutefois, les OPC pourraient avoir contribué à accroître la sensibilité des investisseurs aux variations de taux à long terme. En cas d'acquisition directe, les particuliers ont généralement pour habitude de conserver leurs titres jusqu'à l'échéance sans adapter leur décision initiale en fonction des éventuelles fluctuations de taux d'intérêt. Des souscriptions à des parts

TABLEAU 7 — STRUCTURE DES PLACEMENTS DES PARTICULIERS EN BELGIQUE

(données à la fin de 1996, pourcentages de l'encours total)

	Placements par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels	Autres placements	Ensemble des placements
En franc	73,1	82,5	80,6
Liquidités et titres à un an au plus	8,5	33,2	28,4
Titres à revenu fixe à plus d'un an	42,6	26,7	29,8
Actions	12,0	22,1	20,1
cotées	11,6	6,7	7,6
non cotées	0,5	15,4	12,5
Autres ¹	10,0	0,5	2,3
En devises	26,9	17,5	19,4
Total	100,0	100,0	100,0

Source : BNB.

¹ Comprennent les placements immobiliers et les créances diverses.

TABLEAU 8 — VALEURS MOBILIERES EMISES PAR LES RESIDENTS BELGES

(encours à la fin de 1996, milliards de francs)

	En franc	En monnaies étrangères	Total	p.m. Détenion de titres en franc par le reste du monde ¹
Actions	12.074	—	12.074	3.221
Actions cotées	3.797	—	3.797	1.063
Actions non cotées	8.277	—	8.277	2.158
Titres à revenu fixe	13.399	866	14.265	1.432
Pouvoirs publics	8.791	712	9.503	1.240
Etablissements de crédit	3.880	142	4.022	34
Sociétés non financières	728	13	741	158
Total	25.473	866	26.339	4.653

Sources : Institut monétaire luxembourgeois, BNB.

¹ A l'exclusion des titres détenus par les organismes de placement collectif étrangers émettant publiquement en Belgique.

d'OPC obligataires qui capitalisent les intérêts incitent au contraire les particuliers à réagir beaucoup plus rapidement aux variations de taux, puisque ces parts n'ont généralement pas d'échéance finale et ne procurent de revenus que sous la forme de plus-values.

1.4 Segmentation du marché des valeurs mobilières

1.4.1 Structure d'ensemble du marché

La structure actuelle du marché des valeurs mobilières en Belgique montre clairement à quel point la devise d'émission représente toujours, à la veille de l'entrée en vigueur de l'UEM, un facteur déterminant de segmentation des marchés. Ce cloisonnement se manifeste à plusieurs niveaux.

Les titres émis par les résidents belges sont quasi entièrement libellés en franc. Seuls les pouvoirs publics ont procédé à des émissions significatives de valeurs mobilières en monnaies étrangères, la dette contractée sous cette forme représentant une contre-valeur de 712 milliards à la fin de 1996¹. Cette dette publique en devises

ne résulte cependant pas d'un choix délibéré, mais reflète les contraintes de la politique de change. A diverses reprises dans le passé, les pouvoirs publics ont en effet été amenés à emprunter les monnaies étrangères nécessaires pour couvrir des pénuries de fonds sur le marché financier en franc, provoquées par le déficit courant ou les sorties de capitaux.

Le clivage du marché des valeurs mobilières s'observe aussi au niveau des détenteurs. Si les non-résidents détiennent une proportion significative des actions de sociétés belges, qu'ils ont souvent acquises dans le cadre de prises de participation à long terme, ils restent en revanche peu présents sur le segment des titres en franc à revenu fixe.

1.4.2 Titres de la dette publique

L'absence relative des investisseurs étrangers se vérifie notamment sur le marché des titres de la dette publique, malgré les mesures d'ouverture du marché prises par les autorités. Sur un encours de 8.791 milliards de titres en franc émis par les pouvoirs publics à la fin de 1996, seuls 1.240 milliards, soit 14 p.c., étaient détenus par le reste du monde. Au surplus, une proportion importante de ces titres logés à l'étranger est aux mains de banques luxembourgeoises, qui recyclent sous cette forme les fonds déposés chez elles par des particuliers belges.

¹ Ce montant est inférieur à l'encours total de la dette publique en devises, dans la mesure où cette dernière n'est pas seulement composée de titres, mais aussi de crédits en monnaies étrangères.

TABEAU 9 — STRUCTURE DE DETENTION DE LA DETTE PUBLIQUE

(pourcentages de la dette totale¹)

	Belgique ²	Allemagne	France	Royaume-Uni	Pays-Bas	p.m. Ensemble de l'Union européenne
Résidents	78	71	90	82	91	79
Établissements de crédit	61	53	50	12	28	39
Autres	18	18	40	70	63	40
Non résidents	22	29	10	18	9	21
p.m. dette en devises	7	...	4	4	...	6

Sources : Banques centrales nationales, UK Office for National Statistics.

¹ Données à la fin de 1995 pour l'ensemble de l'Union européenne et les Pays-Bas et à la fin de 1996 pour les autres pays.

² A des fins de comparaison internationale, la détention par les OPC de droit étranger émettant publiquement en Belgique est comprise dans le poste des non-résidents.

En revanche, les titres de la dette publique belge en devises sont plus largement diffusés à l'étranger. Ainsi, la part des non-résidents dans la détention de l'ensemble de la dette publique, toutes monnaies confondues, passe à 22 p.c. Une structure similaire semble se vérifier dans les pays voisins où le pourcentage de la dette publique aux mains des non-résidents est également réduit, tout en étant proportionnellement plus élevé dans les pays qui ont une dette en devises. Seule l'Allemagne fait exception. Quoique ce pays n'ait jamais procédé à des émissions en monnaies étrangères, la part de la dette publique allemande détenue par le reste du monde atteint 29 p.c. Ce pourcentage assez important s'explique par le rôle du mark allemand comme devise internationale de placement.

La part réduite des non-résidents a permis de préserver des modes de financement qui, tout en étant assez variés, se caractérisent souvent par l'existence d'une relation privilégiée entre les pouvoirs publics et les établissements de crédit locaux. Cette structure est surtout marquée en Belgique, en Allemagne et en France où les pouvoirs publics recueillent l'essentiel de leurs moyens de financement auprès des banques de leur pays. Cette prédominance, qui reflète la place centrale occupée par le secteur bancaire sur les marchés financiers de ces trois pays, ne s'observe pas, en revanche, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Dans ces deux derniers pays, cependant, les compagnies d'assurances et les fonds de pension se substituent en partie aux établissements de crédit comme acteurs impor-

tants sur le marché des titres de la dette publique.

1.4.3 Actions

Avec une capitalisation de quelque 3.800 milliards à la fin de 1996, la bourse de Bruxelles est relativement peu importante par rapport aux places boursières des principaux pays voisins. Cette situation reflète naturellement la taille réduite de l'économie belge, ce dont témoigne également le nombre limité de sociétés cotées. En pourcentage du PIB, la capitalisation de la bourse de Bruxelles dépasse celle de Paris et de Francfort, mais reste très inférieure à celle de Londres et d'Amsterdam. A cet effet de taille s'ajoutent certaines caractéristiques structurelles qui handicapent plus particulièrement l'activité sur le marché secondaire.

Une fraction importante des actions cotées en bourse de Bruxelles est détenue dans une perspective de long terme, au sein de structures d'actionariat croisé ou de holding. Le pourcentage des participations dépassant 5 p.c., qui peuvent être très largement assimilées à des détentions en main ferme, représentait, à la fin de 1996, quelque 64 p.c. de la capitalisation boursière, ce qui réduit d'autant la masse des actions susceptibles de faire l'objet de transactions, souvent désignée comme le « flottant » du marché. Cette situation pourrait expliquer pourquoi le taux de rotation annuel des actions domestiques en bourse de Bruxelles n'atteint qu'environ 18 p.c., pourcentage très inférieur à

TABEAU 10 — CARACTERISTIQUES DE QUELQUES PLACES BORSIERES EUROPEENNES

(données à la fin de 1996)

	Bruxelles	Francfort et autres bourses allemandes ¹	Paris	Londres ¹	Amsterdam ¹
Nombre de sociétés nationales cotées	143	681	702	2.091	185
Capitalisation boursière des sociétés nationales, en milliards de francs ²	3.817	21.304	18.803	52.628	12.026
Capitalisation boursière des sociétés nationales en p.c. du PIB ²	46	29	39	148	99
Montant moyen des transactions sur le marché secondaire, en milliers de francs ³	509	1.781	346	5.821	2.398

Sources : Fédération internationale des bourses de valeurs mobilières, Société de la bourse de valeurs mobilières de Bruxelles.

¹ Ces données reprennent l'ensemble des transactions en bourse et hors bourse, alors que les données relatives aux places de Paris et Bruxelles ne reprennent que les transactions en bourse.

² Capitalisation boursière des marchés principaux et secondaires.

³ Actions nationales et étrangères. Pour la bourse de Bruxelles, il s'agit des transactions effectuées au cours du second semestre de 1996, car l'activité moyenne du premier semestre sur le marché au comptant n'a pu être enregistrée en raison de l'introduction du New Trading System.

celui enregistré sur les places boursières de la plupart des pays voisins¹.

Par ailleurs, le montant moyen par transaction reste faible, n'atteignant que 509.000 francs. Certes, les comparaisons internationales sont délicates en cette matière. En effet, la place de Bruxelles n'enregistre que les opérations « en bourse » contrairement aux places de Londres, Francfort et Amsterdam, où les opérations « hors bourse » sont, dans une large mesure, incorporées aux statistiques². Ces problèmes méthodologiques n'expliquent cependant qu'une partie des écarts observés entre les différentes places. A Londres et à Amsterdam, le montant moyen élevé des transactions, qui atteint respectivement 5,8 et 2,4 millions de francs, s'explique aussi par la participation active sur le marché de nombreux investisseurs institutionnels.

1.4.4 Titres à revenu fixe émis par les sociétés non financières

Si les établissements de crédit belges émettent un volume très important de bons de caisse,

les autres sociétés belges, en revanche, s'adressent très peu au marché des titres à revenu fixe. De ce fait, la segmentation par devises qui a été mise en exergue à la section 1.4.1 se double d'une forte spécialisation par instruments. Alors que le marché des titres à revenu fixe est le domaine des établissements de crédit et des pouvoirs publics, les sociétés non financières n'émettent quasiment que des actions.

Cette structure générale du marché des valeurs mobilières n'est pas spécifique à la Belgique. Elle s'observe également dans les autres pays européens et concerne tant les émissions sur les marchés domestiques que celles sur les marchés internationaux. Sur ces deux segments, l'encours des valeurs mobilières à revenu fixe émis par les sociétés non financières est très inférieur à celui des titres des pouvoirs publics et des institutions financières. La Belgique semble se retrouver, avec la France, dans une situation intermédiaire entre l'Allemagne d'une part, où les sociétés non financières sont quasiment absentes du marché obligataire et le Royaume-Uni et les Pays-Bas d'autre part, où les entreprises émettent davantage à taux fixe, en particulier sur les marchés internationaux. Les émissions de sociétés belges et françaises sont surtout le fait d'entreprises publiques. Ainsi, en Belgique, l'activité sur ce segment du marché est dominée par les sociétés de logement, qui procèdent d'ailleurs surtout à des émissions à caractère privé.

¹ Le taux de rotation correspond au montant des transactions sur le marché secondaire rapporté à la capitalisation boursière.

² Les statistiques relatives au marché de Londres pourraient également être influencées par l'existence d'un système de cotation par les prix différent du système de cotation par les ordres en usage sur la plupart des autres places.

TABLEAU 11 — TITRES A REVENU FIXE EMIS SUR LES MARCHES DOMESTIQUES ET INTERNATIONAUX

(encours en pourcentage du PIB à la fin de 1996)

	Belgique	Allemagne	France	Royaume-Uni	Pays-Bas
Sur les marchés domestiques ¹	160,1	82,4	83,0	65,5	70,5
Pouvoirs publics	105,2	37,5	46,2	42,2	52,6
Institutions financières	46,7	44,9	30,6	14,8	15,2
Autres sociétés ²	8,2	0,1	6,2 e	8,5 e	2,7 e
Sur les marchés internationaux ³	11,6	6,4	13,1	30,1	66,9
Pouvoirs publics	9,2	0,3	1,0	1,7	0,2
Institutions financières	1,7	5,8	7,9	19,6	48,5
Autres sociétés	0,7	0,3	4,2	8,8	18,2

Sources : BRI, Bundesbank, Banque de France, UK Office for National Statistics, de Nederlandsche Bank, OCDE, BNB.

¹ Ces encours correspondent aux émissions effectuées par les résidents dans leur monnaie et sur leur marché national.

² L'encours des obligations domestiques émises par les sociétés non financières françaises, britanniques et néerlandaises a dû être estimé en appliquant des clefs de répartition au stock des titres à revenu fixe du secteur privé, publié par la BRI. Pour la France, cette clef a été calculée sur la base du tableau des opérations financières 1995 de la Banque de France. Pour le Royaume-Uni, elle a été dégagée à partir de la série 1988-1995 des émissions nettes des institutions financières et des autres sociétés. Pour les Pays-Bas, la clef de répartition a été inférée en recourant aux tableaux, publiés par la Nederlandsche Bank, des principales émissions en florins de résidents néerlandais entre 1985 et 1996.

³ Ces encours comprennent les émissions effectuées à l'étranger par les résidents sous la forme, soit d'obligations étrangères classiques (emprunts sur un marché étranger dans la devise de ce marché), soit d'euro-obligations (emprunts dans une devise différente de celle du marché d'émission).

2. MUTATIONS SURVENUES AU COURS DE LA PERIODE RECENTE

2.1 Tendances à la désintermédiation des flux financiers

2.1.1 Ampleur du processus de désintermédiation

Si la première partie de cet article a mis en relief un secteur financier belge encore largement dominé par les établissements de crédit, cette position n'est évidemment pas immuable. Les évolutions déjà à l'œuvre dans plusieurs autres pays, en particulier aux Etats-Unis, donnent à penser que la part de marché des banques pourrait être progressivement amenée à se réduire à la suite d'un processus de désintermédiation susceptible d'affecter autant les actifs que les passifs bancaires.

Au versant des actifs, cette éventuelle désintermédiation devrait surtout prendre la forme d'un remplacement des crédits bancaires par des émissions de titres. Le survol du marché des valeurs mobilières effectué au chapitre 1.4 semble cependant indiquer que ce processus n'est encore guère à l'œuvre actuellement, ni en Belgique, ni dans les principaux pays voisins. Les sociétés non financières européennes n'émettent que peu de titres à revenu fixe, en dépit des mesures prises

sur plusieurs places financières pour stimuler le développement des billets de trésorerie. Pour l'essentiel, les entreprises limitent leur recours au marché des valeurs mobilières à l'émission d'actions, qui constituent une source de financement répondant à d'autres déterminants que le crédit bancaire.

Les principaux émetteurs d'emprunts obligataires restent, de très loin, les pouvoirs publics. On a vu que les établissements de crédit sont souvent très présents sur ce segment du marché, plus particulièrement en Belgique. Il n'est évidemment pas à exclure que cette intervention des banques dans le financement des pouvoirs publics puisse diminuer si les investisseurs finals réduisent l'encours de leurs dépôts et bons de caisse pour placer en titres publics, soit directement, soit par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels. Un tel mouvement traduirait alors une désintermédiation des passifs bancaires.

A ce second niveau, on observe effectivement une réduction de l'importance des dépôts bancaires dans le portefeuille des ménages. Cette diminution a été générale entre 1980 et 1996, même si elle semble avoir pris une ampleur un peu moins prononcée en Belgique que dans les pays voisins.

La part relative des dépôts sous-estime toutefois le degré effectif d'intermédiation des actifs

TABLEAU 12 — PART RELATIVE DES PRINCIPALES CATEGORIES DE PLACEMENT DANS LE PORTEFEUILLE D'ACTIFS FINANCIERS DES PARTICULIERS¹

(pourcentages du total)

	1980	1985	1990	1995	1996
Belgique					
Dépôts	36	31	29	27	26
Valeurs mobilières ²	50	56	55	50	51
Placements auprès d'investisseurs institutionnels	8	9	12	18	20
p.m. Encours total des actifs financiers des particuliers en pourcentage du PIB	170	202	221	252	260
Allemagne					
Dépôts	59	52	48	43	43
Valeurs mobilières ²	16	21	23	21	22
Placements auprès d'investisseurs institutionnels	17	19	21	29	29
p.m. Encours total des actifs financiers des particuliers en pourcentage du PIB	101	119	126	134	140
France					
Dépôts	59	50	38	36	34
Valeurs mobilières ²	23	34	31	32	33
Placements auprès d'investisseurs institutionnels	7	8	26	30	29
p.m. Encours total des actifs financiers des particuliers en pourcentage du PIB	104	114	138	172	186
Royaume-Uni					
Dépôts	43	30	31	22	21
Valeurs mobilières ²	19	13	13	16	19
Placements auprès d'investisseurs institutionnels	30	47	48	55	54
p.m. Encours total des actifs financiers des particuliers en pourcentage du PIB	116	181	207	272	295

Sources : Bundesbank, Banque de France, UK Office for National Statistics, BNB.

¹ Le total des trois catégories mentionnées ne correspond pas à 100, dans la mesure où il existe d'autres modes résiduels de placements (notamment les crédits octroyés par des particuliers).

² Y compris les actions et les titres émis par les établissements de crédit ; à l'exclusion des parts d'OPC qui sont reprises dans les placements auprès d'investisseurs institutionnels.

des particuliers par les banques. En effet, ces dernières émettent aussi des valeurs mobilières, mais les données disponibles ne permettent pas de distinguer, pour chacun des pays considérés, les diverses catégories d'émetteurs des titres détenus par les particuliers. En Belgique, la part des banques est évidemment importante, les bons de caisse émis par ces institutions représentant, à la fin de 1996, environ 22 p.c. du patrimoine financier des ménages. Les fluctuations du portefeuille de titres des particuliers belges, passé de 50 à 56 p.c. du total du patrimoine financier entre 1980 et 1985 pour revenir à 51 p.c. à la fin de 1996, s'explique d'ailleurs essentiellement par les variations dans le rythme d'acquisition des bons de caisse.

Dans les autres pays, la proportion des valeurs mobilières dans les actifs des particuliers ne s'est pas non plus fondamentalement modifiée en

longue période, si on excepte la croissance enregistrée durant la première moitié des années quatre-vingt en France et, dans une moindre mesure, en Allemagne. La perte d'attrait des dépôts bancaires s'explique donc surtout par la croissance des placements auprès d'investisseurs institutionnels. Cette évolution a été plus particulièrement prononcée au Royaume-Uni, où ces investisseurs gèrent à présent plus de 50 p.c. du patrimoine financier des particuliers et en France, où la progression a surtout été soutenue par le développement des OPC. En dépit du succès que cette dernière catégorie d'organismes a également rencontré en Belgique, les investisseurs institutionnels restent proportionnellement moins présents sur le marché.

Ils n'en ont pas moins gagné des parts de marché, puisqu'ils géraient 20 p.c. des actifs des particuliers à la fin de 1996, contre 8 p.c. à la

fin de 1980. Cette croissance est d'autant plus significative qu'elle s'est produite dans un marché qui a lui-même été en forte expansion. Comme cela a aussi été le cas dans les autres pays, le patrimoine des particuliers a augmenté à un rythme beaucoup plus rapide que le PIB. A la fin de 1996, le portefeuille d'actifs financiers des ménages belges représentait 260 p.c. du PIB, contre 170 p.c. en 1980.

Le développement de l'activité des investisseurs institutionnels pourrait encore être stimulé par plusieurs facteurs structurels, tels le vieillissement de la population, qui pourrait augmenter l'attrait des régimes de pensions complémentaires, ou encore le désir d'une plus grande diversification des actifs, qui conduit les investisseurs à recourir à une gestion professionnalisée. Par ailleurs, les placements auprès de certaines catégories d'investisseurs institutionnels bénéficient aussi d'incitants fiscaux.

2.1.2 Implications de la désintermédiation pour les marchés financiers

A priori, la désintermédiation bancaire semble ainsi présenter un certain caractère asymétrique, en étant plus marquée pour les passifs que pour les actifs. Cette impression doit cependant être nuancée.

Si, pour les actifs, le mouvement reste encore limité, ceci n'implique pas pour autant que la tendance actuelle ne puisse pas s'accélérer. L'introduction de l'euro pourrait contribuer à stimuler les émissions d'obligations par les sociétés. A l'inverse, les effets du processus de désintermédiation des passifs bancaires ne doivent pas être exagérés. L'intervention des investisseurs institutionnels ne constitue d'ailleurs qu'une désintermédiation relative, puisqu'elle ne revient en fait qu'à remplacer une catégorie d'intervenants par une autre. De ce fait, les possibilités de réaction des établissements de crédit sont plus grandes, car ils restent en mesure d'internaliser ce mouvement de diversification vers les placements auprès d'investisseurs institutionnels. C'est ainsi que la plupart des OPC actifs en Belgique sont commercialisés et gérés par des banques belges. Ces dernières cherchent aussi à répondre au développement des assurances-vie en offrant leurs propres produits ou en nouant des alliances avec d'autres sociétés.

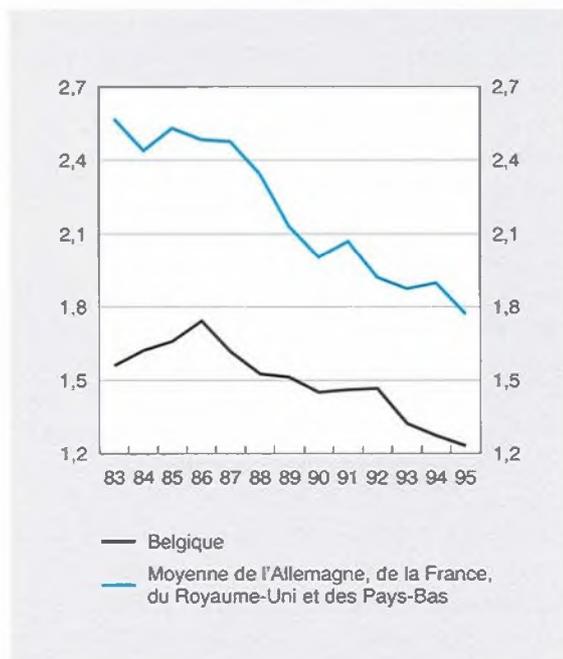
Par ailleurs, ces deux grands modes de désintermédiation bancaire que sont les émissions de titres et les interventions des investisseurs institutionnels ne peuvent pas être entièrement dissociés l'un de l'autre. Ils tendent au contraire à se renforcer. D'une part, la présence d'investisseurs institutionnels constitue souvent un important facteur de développement des marchés de valeurs mobilières. D'autre part, certaines catégories de titres récemment introduites sur le marché ont été plus spécialement conçues pour la clientèle des investisseurs institutionnels. C'est le cas des créances bancaires faisant l'objet d'une opération de titrisation ou encore des billets de trésorerie qui, du moins en Belgique, se retrouvent pour une grande part dans le portefeuille des OPC.

Enfin, certaines opérations de désintermédiation ne se traduisent pas par une augmentation des transactions sur valeurs mobilières ou de l'activité des investisseurs institutionnels. C'est le cas, en particulier, lorsque les entreprises d'un même groupe décident de centraliser la gestion de leur trésorerie en se prêtant et s'empruntant mutuellement. Ce mode d'organisation, qui entraîne une réduction simultanée des actifs et passifs bancaires, n'est pas neuf. Il a cependant eu tendance à se répandre ces dernières années sous l'impulsion des centres de coordination et devrait se généraliser à la suite de l'introduction de la monnaie unique. A un stade plus avancé, certaines sociétés non financières envisagent même d'offrir des services d'une telle nature à des tiers. Ainsi, au Royaume-Uni, des entreprises de distribution offrent depuis peu à leurs clients la possibilité d'effectuer chez elles des dépôts rémunérés, ce qui leur permet d'affecter une partie des ressources obtenues au financement des crédits à la consommation consentis aux acheteurs.

L'incidence de la désintermédiation sur les marchés financiers ne peut pas être exclusivement appréciée en se référant aux seuls volumes d'activité. Même lorsqu'elles ne sont que très partiellement exploitées, les potentialités offertes par ces autres canaux de financement peuvent, par leur simple existence, exercer une pression à la baisse sur les marges d'intérêt des banques. Cette contrainte a certainement joué au cours des dernières années et constitue un des grands facteurs d'explication de la baisse structurelle des revenus d'intérêts en pourcentage du total du bilan. Cette évolution, observée dans la plupart des pays industrialisés, a également concerné la Belgique,

GRAPHIQUE 2 — MARGE D'INTERET DES BANQUES

(pourcentages du total du bilan)



Sources : OCDE, BNB.

même si les banques y dégagent traditionnellement une marge plus faible en raison de leur spécialisation relative dans les opérations interbancaires et le financement des pouvoirs publics.

Un des autres effets potentiels de la désintermédiation est de modifier la structure des risques supportés par les établissements de crédit. Les sociétés les plus susceptibles de recourir aux marchés des valeurs mobilières sont en général celles présentant les meilleures garanties de solvabilité, de sorte que le degré moyen de risque des crédits bancaires pourrait s'accroître. Les opérations de titrisation pourraient accentuer ce mouvement, dans la mesure où elles ont souvent pour effet de faire sortir du bilan des prêts de bonne qualité. Une désintermédiation progressive du financement de la dette publique aurait des conséquences similaires.

2.2 Diffusion des innovations technologiques

2.2.1 Incidences sur la nature des produits et services offerts sur les marchés financiers

L'activité de service financier implique à la base de traiter, de stocker et de transmettre des

informations. Il n'est donc guère étonnant que les progrès que l'informatique a permis de réaliser en ces domaines aient profondément transformé cette branche des services.

Les innovations techniques ont permis d'élargir la gamme des produits offerts sur les marchés financiers. Les instruments dérivés représentent l'exemple le plus connu. Ceux-ci n'auraient pu être diffusés à une aussi large échelle sans les possibilités offertes par l'informatique. Ce développement des produits dérivés a exercé ses effets sur tous les compartiments des marchés financiers. Il s'est traduit par un fort accroissement des opérations hors-bilan des banques; il a donné lieu à la création de nouveaux marchés boursiers; il a permis aux investisseurs institutionnels de proposer de nouveaux produits, tels, en Belgique, les OPC indexés sur l'évolution d'indices boursiers et assortis d'une protection du capital.

Les incidences des innovations technologiques se sont cependant aussi fait sentir à de nombreux autres niveaux, en réduisant les délais de transmission des instructions et d'exécution des paiements, en facilitant l'accès à des marchés éloignés ou encore en accélérant les procédures d'émission de valeurs mobilières.

Par delà cet élargissement des choix offerts aux consommateurs, le progrès technique a influencé la manière même de concevoir l'activité financière. De nombreuses institutions bancaires ne se considèrent plus uniquement comme des intermédiaires, mais comme des sociétés spécialisées en gestion de risques financiers. Les techniques dites d'« assets and liabilities management » (ALM) utilisées par les banques pour contrôler leurs propres activités sont également commercialisées auprès de la clientèle. Le recours aux instruments dérivés a aussi permis de scinder les produits bancaires en leurs diverses composantes, qui ont ainsi pu être commercialisées séparément. Cette technique offre aux intermédiaires financiers la possibilité de se spécialiser dans les catégories d'activités où ils bénéficient d'un avantage comparatif.

Si elles permettent de maîtriser de nombreux risques, les innovations technologiques en ont cependant créé d'autres qui leur sont spécifiques. L'utilisation de l'informatique à une large échelle engendre en effet des risques opérationnels liés

à la concentration des opérations, à une dépendance de fournisseurs extérieurs ou encore à une difficulté accrue de suivre et de contrôler les transactions individuelles. Le recours aux nouvelles techniques de gestion de trésorerie conduit souvent à un gonflement des positions bilatérales entre institutions financières, ce qui peut engendrer un risque systémique contre lequel les opérateurs vont chercher à se prémunir par des conventions de compensation. Ces divers développements peuvent aller de pair avec l'apparition de certains risques juridiques en cas, par exemple, de négligence, de fraude ou de non-respect de la confidentialité des données.

2.2.2 Incidences sur les réseaux de distribution des services bancaires

Un des domaines dans lequel les innovations technologiques ont entraîné les changements les plus visibles est certainement celui des réseaux de distribution des services bancaires. En Belgique, la densité de ce réseau est particulièrement élevée puisqu'on compte près de 750 agences par million d'habitants contre 400 en moyenne dans les quatre pays voisins. Certes, les agences belges fonctionnent souvent avec un personnel assez réduit, de sorte que le nombre de salariés du secteur bancaire par million d'habitants est

comparable à celui enregistré dans les autres pays¹. L'évolution tant de la technologie que de la nature des produits offerts pourrait cependant progressivement amener à privilégier un système de distribution plus concentré. Les banques belges ont d'ailleurs déjà commencé à incorporer les nouveaux réseaux dans leur approche commerciale. Les préoccupations stratégiques ont même clairement orienté le mode de diffusion des innovations technologiques en cette matière.

C'est ainsi qu'au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt, les guichets automatiques ATM (Automated Teller Machines) ont enregistré un fort développement. Les deux sociétés concurrentes, Bancontact et Mister Cash, qui avaient chacune mis au point leur propre système, se sont efforcées de faire jouer les économies d'échelle en répartissant des coûts élevés de conception sur un plus grand nombre de terminaux. Cette politique rencontrait les intérêts des banques car les guichets ATM, en facilitant les modalités d'approvisionnement en billets, contribuent à abaisser le montant des encaisses détenues par la clientèle pour des motifs de transaction, au profit des dépôts à vue très faiblement rémunérés.

Le rythme d'expansion s'est fortement ralenti suite à la fusion, en 1989, de Bancontact et Mister Cash en Banksys. L'existence d'un système unique a fait davantage ressortir les problèmes d'externalités dans la mesure où les petits établissements peuvent, à l'instar des plus grandes banques, offrir à leur clientèle l'accès à l'ensemble d'un réseau dont ils ne supportent pourtant

¹ La comparaison avec les pays voisins est influencée par la présence, en Belgique, d'un important réseau d'agents indépendants. A la fin de 1996, le nombre de ces agents non salariés avoisinait 10.500, dont environ 2.000 travaillaient au sein même d'agences des banques.

TABLEAU 13 — COMPARAISON INTERNATIONALE DE LA DENSITÉ BANCAIRE

(données pour 1996 par million d'habitants, sauf indication contraire)

	Belgique	Allemagne	France	Royaume-Uni	Pays-Bas	Moyenne non pondérée des quatre principaux pays voisins
Nombre d'agences bancaires	747	622	435	283	284	406
Nombre de salariés dans le secteur bancaire ¹	7.500	9.260	7.050	6.940	7.250	7.625
Nombre de guichets automatiques (ATM)	414	459	419	376	374	407
Nombre de terminaux de point de vente (POS)	7.997	1.402	9.333	9.354	6.196	6.571
Taux de pénétration du « phone banking » en 1994 en pourcentage	10	3	8	7	5	6

Sources : BRI, banques centrales nationales, Datamonitor.

¹ Données relatives à 1995 pour les pays autres que la Belgique.

qu'une partie minimale des frais d'installation et de gestion. Par ailleurs, les coûts, pour les banques, de l'immobilisation d'encaisses improductives en billets se sont alourdis au fur et à mesure de la multiplication du nombre des terminaux. Le nombre de 414 guichets ATM par million d'habitants en Belgique, à la fin de 1996, était néanmoins équivalent à la moyenne des quatre pays voisins.

En même temps qu'ils ralentissaient l'implantation de terminaux ATM universels, les établissements de crédit ont en effet multiplié les installations de terminaux privatifs dits de « self banking ». Ces guichets remédient aux problèmes d'externalités, puisqu'ils ne sont accessibles qu'à la clientèle de l'institution qui les met en place. Ils permettent aussi d'effectuer une gamme plus complexe d'opérations que les terminaux ATM classiques. A la fin de 1996, près de 3.000 agences en Belgique étaient équipées d'unités de self banking. Celles-ci représentaient environ 70 p.c. du parc total de guichets ATM.

Les établissements de crédit ont aussi cherché à promouvoir d'autres techniques. Ceci s'est d'abord traduit par une multiplication des terminaux de point de vente POS (Point of Sale). Ceux-ci renforcent le recul de la demande de billets sans occasionner les coûts de gestion et de manipulation liés aux terminaux ATM. Les appareils POS permettent aussi de faire supporter une partie des frais de transaction par le consommateur ou le distributeur¹, alors que, jusqu'à présent, les opérations réalisées aux guichets ATM ne sont généralement pas facturées aux clients. A la fin de 1996, le nombre de terminaux POS s'élevait à 7.997 unités par million d'habitants en Belgique, contre 6.571 en moyenne dans les quatre pays voisins, ce dernier chiffre étant toutefois affecté par le très faible rayonnement de ce type d'installation en Allemagne.

A un stade plus avancé, de nouveaux modes d'accès à distance aux services bancaires sont

également proposés à la clientèle. Il s'agit du « phone banking »² par lequel l'utilisateur est en contact téléphonique avec un ordinateur ou un opérateur humain, et du « home banking » qui repose sur l'utilisation par le client de son propre ordinateur pour entrer en communication, via un modem, avec l'ordinateur de sa banque. Dans ces différents systèmes, le client encode lui-même ses transactions et prend aussi en charge les frais téléphoniques ou autres engendrés par ses opérations.

Si les banques sont, jusqu'ici, parvenues à intégrer dans leur stratégie les nouveaux réseaux de distribution, ces derniers n'ont encore que faiblement contribué à une réduction du nombre d'agences. Les développements technologiques affecteront sans doute davantage le réseau bancaire à l'avenir. Ils ne vont pas seulement accentuer la concurrence entre les firmes existantes en réduisant la fidélité de la clientèle, mais, dans leurs formes les plus achevées, ils permettront aussi à des institutions nouvelles de pénétrer sur le marché en se passant d'agences, sous la forme de banque directe ou de banque électronique.

2.2.3 Incidences sur le fonctionnement des marchés boursiers

Les possibilités offertes par l'informatique ont également transformé le mode de fonctionnement des bourses de valeurs mobilières. Ainsi, sur de nombreux marchés, les procédures classiques de confrontation physique des ordres ont été remplacées par des systèmes électroniques de négociation. C'est le cas, en particulier, pour la bourse de Bruxelles, où un système de cotation assistée par ordinateur, le système CATS, est entré en exploitation en 1989. Ce programme a été progressivement remplacé, dans le courant de 1996, par le nouveau système de cotation NTS plus performant.

D'une manière plus générale, les nouvelles technologies ont permis d'accélérer la transmission des ordres entre les clients et les agents de

¹ Ce mode de tarification est aussi utilisé pour la nouvelle carte de paiement Proton, mise au point par Banksys et expressément destinée à des paiements de petits montants. La technologie de ce porte-monnaie électronique qui, après une phase de test en grandeur nature dans deux villes, voit actuellement son utilisation étendue progressivement à l'ensemble du territoire belge, a déjà été exportée aux Pays-Bas, en Suède et en Suisse et fait également l'objet de tests par une société américaine.

² Une enquête de Datamonitor, citée par The Economist Intelligence Unit, Building Tomorrow's Leading Retail Bank, Research Report in cooperation with Coopers & Lybrand (1996), évaluait à quelque 10 p.c. le degré de pénétration du phone banking en Belgique en 1994, contre une moyenne de 6 p.c. chez les quatre partenaires.

change ou les sociétés de services d'investissement. En facilitant de la sorte l'accès aux diverses places boursières, elles ont contribué à intensifier la concurrence. Il en est résulté un alignement progressif des frais de courtage et, souvent aussi, un allègement de la fiscalité sur les opérations de bourse.

La standardisation des marchés est cependant loin d'être complète. Le droit des sociétés reste très différent d'un pays européen à l'autre. Les systèmes de négociation ne sont pas tous informatisés, plusieurs bourses, notamment en produits dérivés, conservant un système de crieur soit pour l'ensemble, soit pour une partie de leurs opérations. Certaines places continuent à utiliser un mode de cotation par les ordres, qui requiert d'appareiller de manière centralisée l'ensemble des ordres d'achats et de ventes introduits sur le marché, tandis que d'autres ont opté pour les cotations par les prix, qui reposent sur la présence de teneurs de marché affichant en permanence le cours auquel ils s'engagent à intervenir.

En dépit de ces différences, la généralisation des nouvelles techniques de communication stimule les rapprochements ou les interconnexions entre les bourses nationales. Les solutions qui vont être privilégiées par les opérateurs de marché ne seront évidemment pas sans conséquence pour l'avenir de la bourse de Bruxelles.

Au début des années nonante, l'activité boursière semblait amenée à se concentrer sur un nombre restreint de places, le succès rencontré par le marché SEAQ International de Londres apparaissant comme l'indice le plus clair de ce regroupement des activités boursières. Mis en place en 1986 pour faciliter la cotation d'actions étrangères à Londres, ce marché avait progressivement attiré de larges volumes de transactions en actions de sociétés d'autres pays de l'UE, au détriment des bourses locales. Conjugée à la libéralisation des courtages, l'informatisation progressive des différentes places financières européennes semble cependant avoir permis d'inverser cette tendance en améliorant la liquidité sur les marchés boursiers continentaux. La place de Bruxelles, en particulier, sert toujours de référence pour les actions belges et c'est d'ailleurs sur cette bourse que les teneurs de marché de SEAQ International viennent couvrir leurs positions en actions belges.

Un autre axe de développement possible est celui de la coopération entre les places boursières. Les premières initiatives prises en ce domaine ont eu pour objectif de faciliter la cotation simultanée d'actions sur plusieurs marchés boursiers. Ont ainsi été successivement lancés le projet Euroquote, qui visait à assurer la diffusion instantanée d'informations relatives aux transactions en actions cotées émises par des sociétés européennes, puis Eurolist, qui devait permettre aux sociétés européennes d'accéder conjointement à la cote d'au moins deux marchés boursiers de l'Union, tout en ne remplissant les formalités d'inscription que dans le seul pays d'origine. Ces deux projets ont cependant dû être abandonnés, car ils présentaient le grand inconvénient de fragmenter la liquidité entre plusieurs bourses différentes.

Les possibilités d'accès à distance offertes par la directive européenne sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières ouvrent la voie à d'autres modes de collaboration, sous la forme d'interconnexions entre les marchés. Chaque titre resterait essentiellement négocié sur son marché national, où la plus grande notoriété dont bénéficient généralement les sociétés locales devrait permettre d'assurer un maximum de liquidité. Les sociétés d'investissement en valeurs mobilières pourraient toutefois traiter sur une échelle internationale en accédant directement, par écran, aux autres marchés boursiers. Ce type de structure, qui a servi de modèle à l'accord de partenariat conclu récemment entre les bourses de Bruxelles, Amsterdam et Luxembourg, est certainement celui qui préserverait le mieux l'avenir des plus petites places boursières.

Cette consolidation des parts de marché en actions locales est cependant loin d'être assurée. La possibilité d'un mouvement de concentration des opérations sur un petit nombre de places reste réelle. Par ailleurs, l'ensemble des bourses traditionnelles fonctionnant sur le mode du partenariat pourrait faire face à de nouvelles formes de concurrence. Des sociétés purement privées peuvent directement offrir des services de transactions pour compte propre, comme c'est déjà le cas avec Instinet au Royaume-Uni ou l'Arizona Stock Exchange aux Etats-Unis, tandis que l'exploitation de réseaux informatiques du type Internet pourrait faciliter des transactions directes sans plus aucune intervention d'intermédiaire. Enfin, il n'est pas exclu qu'un mouvement

partiel de délocalisation puisse s'observer : les opérations portant sur les actions des plus grandes sociétés se concentreraient sur quelques marchés, tandis que les bourses locales ne conserveraient que l'activité concernant les actions des petites et moyennes sociétés de la place.

2.3 Libéralisation des marchés financiers

2.3.1 *Etendue des mesures de libéralisation*

La tendance à la désintermédiation des flux financiers et la diffusion des innovations technologiques n'auraient pu à ce point modifier la structure du système financier si le terrain n'avait pas été préparé par la déréglementation des marchés.

De longue date, en Belgique, les contraintes sur le volume ou la nature des opérations financières ont été assez réduites. Le système du double marché des changes rendait possible toutes les catégories de mouvements de capitaux et les autorisations d'installation d'établissements étrangers en Belgique étaient accordées de manière souple. Les dernières mesures d'encadrement du crédit datent du milieu des années septante. Le démantèlement des restrictions en matière de prix est, en revanche, plus récent. Ce n'est qu'au début des années nonante que le Comité de concertation pour l'harmonisation des taux d'intérêt créditeurs et le Comité d'examen des conditions débitrices ont été formellement dissous, tandis que le double marché des changes a été supprimé en mars 1990¹.

Au cours de ces dernières années, les diverses mesures de libéralisation prises dans plusieurs pays voisins ont cependant incité les autorités belges à adopter une politique plus active en vue d'accompagner le mouvement général de déréglementation des marchés. On a ainsi pu observer en Belgique un processus qui s'est également produit sur de nombreux autres marchés, où les changements ont été, pour une part, introduits par les autorités mais se sont aussi partiellement

imposés à celles-ci. Ainsi les pouvoirs publics belges ont voulu profiter des avantages économiques liés à la libéralisation de certains segments des marchés financiers, mais ces ouvertures ont, à leur tour, offert des possibilités d'arbitrage qui ont été rapidement utilisées par d'autres opérateurs des marchés, entraînant une généralisation progressive des mesures initiales.

C'est certainement lors de la réforme des instruments de la politique monétaire et du mode d'émission des titres de la dette publique que ce double mouvement s'est exprimé de la manière la plus manifeste. En introduisant des procédures d'adjudication, en créant un corps de primary dealers, en installant un système de dématérialisation des titres publics, en rendant possible les cessions-rétrocessions, les pouvoirs publics ont ouvert la voie à l'introduction de nombreuses autres innovations. Il faut reconnaître que cette intervention active des autorités était indispensable pour amorcer un processus de libéralisation de grande ampleur, compte tenu de la place prédominante que les titres de la dette publique occupent sur le marché financier belge.

La libéralisation des marchés ne s'est évidemment pas cantonnée à des mesures prises à l'échelon national. Au niveau européen, en particulier, la mise en application du programme du marché unique a permis de généraliser la liberté de circulation des capitaux ainsi que des produits et services financiers. Cette dernière est à présent acquise, pour les établissements de crédit, en vertu de la deuxième directive de coordination bancaire, pour les compagnies d'assurances, grâce à la troisième directive sur les assurances-vie et non-vie et, pour les sociétés de services d'investissement, à la suite de la directive sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Ces dispositions ont largement contribué aux modifications des conditions de concurrence dont les effets, pour les intermédiaires financiers belges, sont examinés en détail au chapitre 2.4. Le marché s'est ainsi internationalisé, le régime de la libre prestation de services et les accès à distance offrant en outre aux différents établissements de nouveaux canaux d'intervention sur les marchés des autres pays de l'UE. Par ailleurs les frontières entre intermédiaires financiers se sont atténuées, de sorte qu'à peu près toutes les activités financières sont à présent susceptibles d'être exercées, sinon par une même société, du moins

¹ La seule restriction significative qui subsiste concernant les taux a trait aux dépôts d'épargne réglementés. L'exemption du précompte mobilier accordée à ce type de placement est liée au respect d'un plafond en matière de rémunération.

par un même groupe ou conglomérat d'entreprises.

Certaines mesures doivent encore être finalisées. C'est ainsi qu'une directive européenne sur les fonds de pension n'a toujours pas été adoptée, tandis que la directive sur les organismes de placement collectif reste d'une portée limitée, puisqu'elle ne couvre pas tous les fonds d'investissements et n'admet pas le principe de la liberté de prestation pour l'activité de dépositaire d'OPC. Plusieurs pays font encore jouer des dérogations en arguant de motivations d'intérêt général, concernant notamment la protection des consommateurs. Certaines matières, enfin, sont demeurées jusqu'ici en dehors des programmes d'harmonisation, telles les règles d'évaluation comptable, le droit des sociétés et la législation fiscale.

2.3.2 Implications de la libéralisation sur la stabilité des marchés financiers

Les avantages procurés par la libéralisation sont évidemment nombreux. En réduisant les distorsions, celle-ci a permis une meilleure allocation des ressources financières. L'éventail et la qualité des produits offerts se sont accrus, tandis que les prix se sont réduits. Un conflit potentiel pourrait toutefois surgir entre ces gains d'efficacité, rendus possibles par l'accroissement de la concurrence, et le maintien de la stabilité du secteur. Les intermédiaires financiers pourraient être incités à préserver leurs marges en endossant des risques plus élevés ou en accédant à de nouveaux marchés qui leur sont peu familiers. Ces développements se sont effectivement traduits, dans plusieurs pays, par l'apparition de sérieuses difficultés, soit au sein de l'ensemble du secteur bancaire, soit dans certains segments d'activité plus spécifiques, tels celui des crédits immobiliers. Ceci a été le cas, en particulier, aux Etats-Unis, dans les pays scandinaves, en France, au Royaume-Uni, au Japon et dans plusieurs pays du Sud-Est asiatique.

La Belgique a, jusqu'ici, été largement préservée. Les particularités du marché financier belge y ont certainement contribué puisque celui-ci se caractérise par une prédominance des opérations de financement des pouvoirs publics, un faible degré d'endettement des ménages et une répartition des crédits aux entreprises sur un très grand nombre de PME.

Dans un contexte de plus grande incertitude, les autorités ont un rôle important à jouer. Au niveau macroéconomique, elles doivent privilégier des politiques visant à réduire l'instabilité. Ainsi, c'est en favorisant la formation d'anticipations non inflationnistes que les banques centrales pourront le mieux contribuer à réduire la volatilité des prix et des taux et, de ce fait, à limiter les risques de fragilisation du système financier. Elles doivent également veiller à la mise en place d'infrastructures à même d'assurer un fonctionnement sûr et efficace des systèmes de paiement et de règlement.

A cette qualité de l'environnement doit évidemment répondre la qualité intrinsèque de chaque institution financière. Cette responsabilité incombe avant tout aux institutions individuelles qui doivent s'assurer de la compétence de leur personnel, préserver une indépendance suffisante des gestionnaires vis-à-vis des actionnaires, mettre en place des systèmes adéquats de contrôle des risques, diffuser des informations comptables et financières fiables. Ces dispositions doivent être étayées par un contrôle efficace des autorités prudentielles qui, compte tenu de la globalisation des marchés financiers entre pays et entre activités, doivent de plus en plus exercer leur mission dans un cadre international.

Les actions concomitantes des autorités macroéconomiques et prudentielles devraient permettre, sinon de supprimer, du moins de circonscrire les risques globaux, dits risques systémiques, que la faillite d'une grande institution, la défaillance d'un système de paiement ou de règlement ou encore une brusque modification des cours d'un grand nombre d'actifs financiers pourraient faire courir à l'ensemble du système financier.

2.4 Nouvelles conditions de concurrence

2.4.1 Internationalisation des marchés financiers

Les effets combinés de la déréglementation des services financiers, de la tendance à la désintermédiation et de la diffusion des innovations technologiques ont modifié les conditions de concurrence.

Les marchés financiers se sont fortement internationalisés. En Belgique, ce développement n'est toutefois pas neuf. Les établissements de crédit étrangers sont, de longue date, largement représentés sous la forme de filiales ou de succursales. Cette présence s'explique notamment par la politique souple en matière de mouvements de capitaux et d'accueil des établissements étrangers, que la Belgique a adoptée bien avant l'entrée en vigueur des directives européennes visant à créer un marché unique des services financiers. Le statut international de Bruxelles et l'implantation de filiales de nombreuses sociétés multinationales, elles-mêmes attirées par la position centrale de la Belgique et la qualité de la main-d'œuvre et des infrastructures, ont certainement joué un rôle important dans le choix d'installation des banques étrangères. Ces mêmes atouts ont d'ailleurs permis d'attirer certaines sociétés financières offrant leurs services à une échelle mondiale, tels SWIFT ou Euroclear.

Cette internationalisation s'est encore intensifiée durant ces dix dernières années. Entre 1985 et 1995, le nombre de banques étrangères établies en Belgique est en effet passé de 65 à

78 unités alors que, dans le même temps, le nombre total d'établissements de crédit se réduisait de 165 à 144 unités¹. Si plus de la moitié des banques agréées en Belgique sont donc à présent d'origine étrangère, cette part tend à surestimer l'importance effective de ces établissements. Ceux-ci sont en effet, pour la plupart, de taille assez réduite et le total de leurs bilans ne s'élève qu'à 24 p.c. de celui de l'ensemble des banques établies en Belgique.

D'une comparaison avec les données correspondantes pour l'Allemagne, la France et les Pays-Bas², il ressort que c'est en Belgique que les banques étrangères sont proportionnellement le plus représentées. La très faible proportion d'établissements d'origine étrangère en Allemagne s'explique par l'importance du nombre total de banques, soit 3.622 unités, car la présence des établissements étrangers est loin d'être négligeable.

¹ A la fin de 1997, la Belgique comptait 134 établissements de crédit dont 33 filiales et 40 succursales de banques étrangères.

² Ces informations ne sont pas disponibles pour le Royaume-Uni.

TABLEAU 14 — DEGRE D'INTERNATIONALISATION DES BANQUES

(nombre d'établissements)

	Belgique		Allemagne	France	Pays-Bas
	1985	1995	1995	1995	1995
Implantations de banques étrangères sur le territoire national :	65	78	157	310	52
<i>p.m.</i> nombre total de banques	165	144	3.622	609	125
<i>nombre de banques étrangères en pourcentage du nombre total des banques</i>	39	55	4	51	42
Filiales	37	38	88	220	27
(dont originaires de pays de l'UE)	(17)	(20)	(32)	(119)	(7)
Succursales	28	40	69	90	25
(dont originaires de pays de l'UE)	(15)	(24)	(36)	(46)	(14)
Banques de l'UE ayant signalé leur intention de recourir au régime de la libre prestation de service sur le territoire national¹	—	144	49	56	62
Implantations de banques nationales à l'étranger	n.	72	273	455	152²
Filiales	n.	38	117	267	n.
(dont dans des pays de l'UE)	(n.)	(26)	(76)	(159)	(n.)
Succursales	21	34	156	188	n.
(dont dans des pays de l'UE)	(9)	(20)	(75)	(63)	(n.)

Sources : Deutsche Bundesbank, Banque de France, de Nederlandsche Bank, CBF, BNB.

¹ Données relatives à 1994.

² Cette donnée n'est pas exhaustive; elle ne concerne que ABN-AMRO, Rabobank et ING Bank. De ces 152 implantations, 41 ont été effectuées dans des pays de l'UE.

ble, puisqu'elle représente, avec 157 banques à la fin de 1995, le double de celle de la Belgique. En termes absolus, c'est toutefois en France que les banques étrangères sont les plus nombreuses, leur nombre atteignant 310 unités. Dans les différents pays, la représentation des banques étrangères semble assez équilibrée, d'une part, entre les établissements originaires de l'UE et ceux provenant d'autres pays et, d'autre part, entre les succursales et les filiales, à l'exception de la France où cette dernière structure juridique est prépondérante.

Au surplus, de nombreux établissements de crédit de l'UE ont signalé leur intention de recourir au régime de la libre prestation de services. C'est en Belgique que les candidatures sont les plus nombreuses puisque celles-ci émanaient en 1994, de 144 établissements, contre respectivement 49, 56 et 62 en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. Le nombre d'établissements étrangers intéressés par la formule de la libre prestation de services sur le territoire belge continue d'ailleurs à s'accroître puisqu'il atteignait 241 unités à la fin de 1997. Cela ne signifie pas pour autant que toutes ces institutions soient déjà actives sur le marché belge, mais témoigne de leur volonté de s'en ménager la possibilité.

Outre la présence des banques étrangères dans un pays, le critère inverse du nombre d'implantations des banques d'un pays à l'étranger constitue un second indicateur du degré d'internationalisation. L'image qui en ressort est sensiblement différente. Ainsi, à la fin de 1995, les banques belges avaient installé 72 établissements à l'étranger, dont 46 dans des pays membres de l'Union européenne, alors que les banques néerlandaises disposaient de 152 établissements à l'étranger, dont 41 seulement dans l'Union européenne¹. Ce sont les banques françaises qui, avec 455 représentations à l'étranger, affichaient la diversification internationale la plus large.

La pénétration relativement faible des marchés étrangers par le secteur bancaire belge pourrait en partie s'expliquer par le très petit nombre d'entreprises belges de dimension mondiale sur lesquelles les banques auraient pu s'appuyer pour

assurer le développement de leurs activités internationales. A côté de ce facteur externe, la capitalisation relativement faible des banques belges pourrait également constituer un frein, dans la mesure où elle se révélerait insuffisante pour garantir une expansion simultanée sur le marché intérieur et à l'étranger.

L'internationalisation ne se limite pas aux banques, mais s'étend aussi aux autres services financiers. Dans le domaine des assurances, c'est également en Belgique que la présence des établissements étrangers apparaît proportionnellement la plus forte, du moins si on se réfère aux seules succursales qui représentent 38 p.c. du nombre total de sociétés². D'une manière générale, l'ouverture du marché semble s'effectuer sur une échelle géographique plus limitée pour les assurances que pour les banques. La présence de succursales de sociétés n'étant pas originaires de pays membres de l'UE est en effet assez réduite tant en Belgique, qu'en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. Seul fait exception le Royaume-Uni qui, de par le rôle de premier plan que ce pays joue sur le marché mondial de l'assurance, attire un nombre significatif de sociétés provenant d'autres pays que ceux de l'UE.

L'internationalisation du marché britannique se vérifie aussi pour les opérations boursières. Grâce à la présence de SEAQ International, la place de Londres réalise 58 p.c. de ses opérations en actions étrangères. Pour ce dernier critère, la bourse de Bruxelles semble également assez ouverte puisque les transactions en valeurs étrangères y représentent 14 p.c., alors que celles-ci sont négligeables en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. Il est cependant possible que le volume d'activité en actions d'autres pays soit affecté par le nouvel environnement qui autorise l'accès direct des marchés boursiers aux opérateurs étrangers.

2.4.2 Concentration de l'activité financière

Le secteur bancaire belge apparaît relativement regroupé puisque, mesurées sur la base

¹ Cette donnée n'est pas exhaustive; elle ne concerne que ABN-AMRO, Rabobank et ING Bank.

² Les statistiques disponibles ne permettent pas d'isoler, parmi les sociétés de droit national, les filiales d'entreprises étrangères.

TABLEAU 15 — INTERNATIONALISATION DES COMPAGNIES D'ASSURANCES ET DES PLACES BOURSIÈRES

(données à la fin de 1996)

	Belgique	Allemagne ²	France	Royaume-Uni	Pays-Bas
Compagnies d'assurances					
Nombre de sociétés de droit national ¹	159	642	463	668	365
Nombre de succursales de sociétés de droit étranger	99	76	107	150	141
originaires de pays de l'UE	89	62	86	72	116
originaires d'autres pays	10	14	21	78	25
Total	258	718	570	818	506
<i>p.m. nombre de succursales en pourcentage du nombre total de sociétés</i>	38,4	10,6	18,8	18,3	27,9
Places boursières					
Part des valeurs étrangères dans les transactions en actions	13,9	2,9	2,1	58,3	0,5

Sources : Comité européen des assurances (CEA), Fédération internationale des bourses de valeurs mobilières.

¹ Y compris les filiales de sociétés étrangères.

² Données relatives à l'année 1995 pour les compagnies d'assurances.

du total du bilan, les parts de marché s'élevaient à la fin de 1995, à 13 p.c. pour le principal établissement de crédit, à 35 p.c. pour les trois plus grands et à 63 p.c. pour les sept plus grands. Parmi les quatre pays voisins, seuls les Pays-Bas enregistraient des pourcentages plus élevés, les parts de marché respectives de la première banque, des trois plus importantes et des sept plus importantes étant de 36 p.c., de 68 p.c. et de 79 p.c. L'écart entre les deux pays s'est toutefois réduit depuis les fusions et acquisitions qui ont concerné plusieurs des grands établissements de crédit belges au cours de la période récente.

En Allemagne et au Royaume-Uni, les sept plus grands établissements de crédit représentent une part proportionnellement plus réduite de l'ensemble du secteur bancaire. Ils ne concourent en effet qu'à raison de 30 p.c. environ au total du bilan. En ce qui concerne l'Allemagne, ce faible pourcentage s'explique par la forte régionalisation de l'activité bancaire, un degré de concentration plus élevé prévalant en effet à l'intérieur des régions. Enfin, la France offre un profil intermédiaire, puisque le bilan de ses sept plus grandes banques représente environ la moitié du bilan de l'ensemble du secteur.

Le degré général de concentration du secteur bancaire reste toutefois plus réduit que celui de nombreuses autres branches d'activité, no-

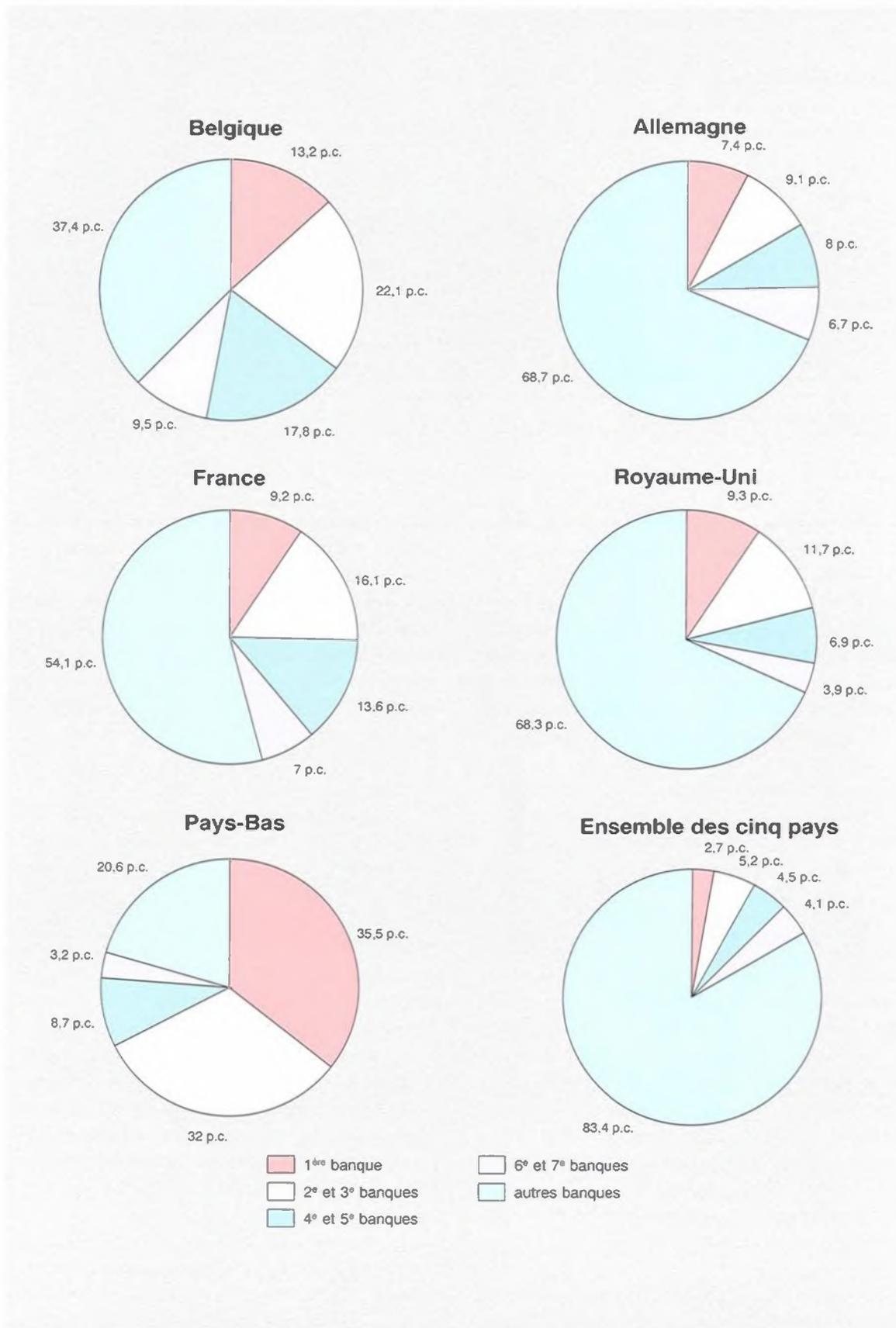
tamment dans l'industrie. Au surplus, la réalisation prochaine de l'UEM devrait conduire à évaluer la concentration du secteur sur une base non seulement nationale, mais aussi européenne, ce qui relativise considérablement le pouvoir de marché des plus grands opérateurs. Si on se réfère au groupe des cinq pays examinés, on constate que les sept plus grands établissements ne représentent que 17 p.c. du total du bilan de l'ensemble des banques de ces pays.

Dans ce contexte, les banques d'un pays seront de plus en plus comparées à leurs concurrentes étrangères en se référant aux fonds propres dont elles disposent pour assurer l'expansion de leurs activités. A la fin de 1995, les grandes banques belges ne disposaient encore sur la base de ce critère que de ressources plus limitées que les grands établissements de crédit des quatre principaux pays voisins. A titre d'illustration, la septième plus grande banque d'Allemagne, la sixième de France et du Royaume-Uni et la troisième des Pays-Bas étaient toutes plus grandes que la plus importante banque belge. Ce handicap a pu être en partie compensé par les regroupements opérés récemment.

La question de la taille des intermédiaires financiers belges ne se pose pas seulement pour le secteur bancaire, mais aussi pour les investisseurs institutionnels. En Belgique, ceux-ci disposent en moyenne de portefeuilles plus réduits que

GRAPHIQUE 3 — CONCENTRATION DU SECTEUR BANCAIRE

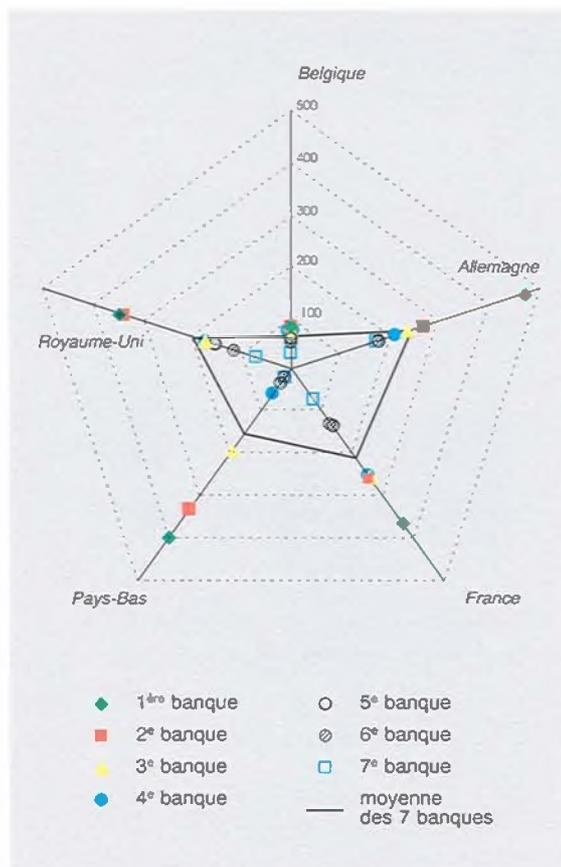
(données à la fin de 1995, part dans le total du bilan de l'ensemble du secteur bancaire)



Sources : IBCA, OCDE.

GRAPHIQUE 4 — TAILLE RELATIVE DES SEPT PLUS GRANDS ETABLISSEMENTS DE CREDIT

(total des fonds propres à la fin de 1995, milliards de francs)



Source : IBCA.

leurs homologues des pays voisins, ce qui limite forcément leurs possibilités de diversification. Ceci est particulièrement manifeste pour les compagnies d'assurances, qui, en Belgique, gèrent un encours moyen d'actifs financiers de 9 milliards, contre 32 milliards en moyenne pour les quatre partenaires. Un écart similaire est aussi observé pour les OPC, mais il est moins prononcé car la moyenne des quatre pays est tirée vers le bas par l'existence, sur le marché français, d'une multitude d'OPC de relativement faible importance.

La répartition des parts de marché au sein d'une branche d'activité peut donner naissance à une double préoccupation. Trop concentré, un secteur risque de faire l'objet d'abus de positions dominantes. Vu le grand nombre d'intermédiaires financiers présents sur les marchés européens, ce danger ne semble guère menacer actuellement. Au surplus, les directives européennes, en assurant un accès généralisé aux marchés de tous les pays de l'UE, ont permis d'accroître les possibilités d'activité des diverses catégories d'établissements et ainsi, d'élargir le champ de la concurrence. A l'inverse, un secteur trop fragmenté risque de ne pas pouvoir exploiter les éventuelles possibilités d'économies d'échelle ou de gamme. Dans ce dernier cas, la recherche d'une plus grande efficacité devrait plaider en faveur de regroupements au sein du secteur.

TABLEAU 16 — TAILLE MOYENNE DES PORTEFEUILLES GERES PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS¹

(données à la fin de 1996)

	Belgique	Allemagne	France	Royaume-Uni	Pays-Bas	Moyenne non pondérée des quatre principaux pays voisins
Organismes de placement collectif (OPC)²						
Nombre	330	641	5.379	1.452	179	1.913
Total des actifs gérés en milliards de francs ...	876	4.376	16.937	6.342	2.145	7.450
Encours moyen des actifs gérés par OPC en milliards de francs	2,7	6,8	3,1	4,4	12,0	6,6
Compagnies d'assurances						
Nombre	258	717	570	818	506	653
Total des actifs gérés en milliards de francs ...	2.357	25.159	18.868	37.314	6.919	22.065
Encours moyen des actifs gérés par compagnie en milliards de francs	9,1	35,1	33,1	45,6	13,7	31,8

Sources : Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement (FEPSI), Comité européen des assurances (CEA).

¹ Les données ne sont pas disponibles pour les fonds de pension.

² Comprennent uniquement les OPC relevant du droit national (en d'autres termes, les OPC de droit luxembourgeois commercialisés dans les différents pays examinés ne sont pas recensés).

2.4.3 Stratégies de développement au sein du secteur bancaire

La stratégie de développement des établissements de crédit suppose de déterminer une taille et un assortiment de produits adéquats. Or de nombreux facteurs laissent présumer l'existence d'économies d'échelle et de gamme au sein du secteur financier. L'application des nouvelles technologies impose de lourdes dépenses d'investissement, dont la rentabilité ne peut souvent être assurée que moyennant un niveau d'activité suffisant. Une taille plus grande autorise une organisation plus efficace des ressources, le faible volume d'activité permettant moins aux petites banques de mettre en œuvre une division du travail poussée. Il peut également être plus rentable de proposer une gamme étendue de services à la clientèle, ce qui permet de réduire les éventuels sous-emplois de ressources en personnel, en réseaux d'agences ou en équipements. Les informations ou le savoir-faire acquis dans un métier peuvent être valorisés dans un autre et servir à attirer et fidéliser la clientèle, qui réalise elle aussi des économies d'information et de transaction en s'adressant à un seul interlocuteur.

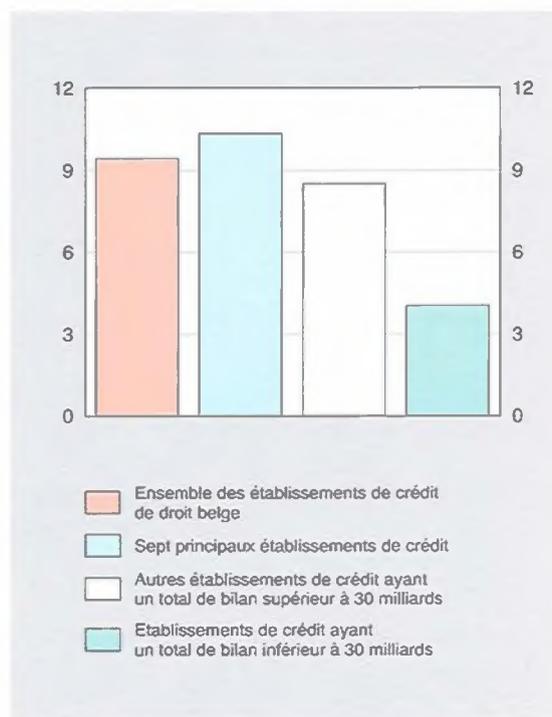
Le niveau de rentabilité plus réduit des petites banques belges semble confirmer l'existence d'économies d'échelle ou de gamme. La rentabilité moyenne sur fonds propres des établissements ayant un total de bilan inférieur à 30 milliards est en effet nettement inférieure à la moyenne de l'ensemble du secteur et, plus encore, à celle des sept principales banques.

Si le secteur bancaire belge est en mesure d'exploiter des économies d'échelle et de gamme, celles-ci ne sont pas nécessairement illimitées. Elles pourraient être restreintes par la multiplication de problèmes d'organisation lorsque les entreprises gérées deviennent trop vastes. Deux grands développements devraient toutefois contribuer à reculer les limites à partir desquelles les économies d'échelle ou de gamme peuvent être exploitées.

L'UEM va permettre aux établissements de crédit de redéployer leurs activités au sein d'un marché plus vaste, moins compartimenté, dans lequel les frais fixes seront plus rapidement amortis et les synergies plus aisément exploitées. Le recours croissant aux technologies d'information et de communication devrait avoir des effets

GRAPHIQUE 5 — RENTABILITE DES FONDS PROPRES¹ DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT DE DROIT BELGE

(pourcentages moyens pour les années 1993 à 1996)



Source : BNB.

¹ Bénéfice après impôt exprimé en pourcentage des fonds propres.

similaires puisqu'il implique d'importants coûts d'installation et génère souvent des capacités excédentaires que les banques cherchent à utiliser en diversifiant leur production.

La recherche d'une plus grande dimension est une stratégie qui est effectivement poursuivie au niveau international par de très nombreux établissements de crédit. Certains d'entre eux sont ainsi parvenus à acquérir une taille suffisante pour devenir des acteurs de référence sur toutes les grandes places mondiales (« global players »). Une telle politique suppose toutefois de pouvoir mobiliser des capitaux très importants, nécessaires au développement conjoint d'activités complexes sur l'ensemble des marchés. Lorsque la croissance s'effectue par fusions ou acquisitions, opérations qui se sont effectivement multipliées ces dernières années, elle impose de concilier des modes d'organisation ou des cultures d'entreprises qui sont parfois fort différents.

L'extension du champ d'activité n'est toutefois pas la seule stratégie possible pour les

établissements de crédit qui peuvent aussi opter pour la spécialisation. Cette autre approche n'est d'ailleurs pas exclusivement privilégiée par des banques petites ou moyennes, mais est parfois adoptée par des établissements de plus grande taille. Les créneaux de spécialisation possibles sont évidemment nombreux. Ceux-ci peuvent être choisis sur une base géographique qui peut elle-même être très restreinte, comme c'est le cas pour des banques locales opérant à l'intérieur de grands pays, ou plus large, à l'instar de plusieurs banques du nord de l'Europe qui veulent se concentrer sur l'ensemble du marché scandinave ou encore de certaines banques belges qui cherchent à rayonner dans une zone de quelques centaines de kilomètres autour de Bruxelles. Des niches peuvent aussi être développées selon un critère de clientèle (PME, grandes entreprises, investisseurs institutionnels, clientèle privée...) ou encore d'activité (banque de détail, services d'investissement, gestion de fortunes...). La spécialisation peut même être plus poussée encore lorsqu'elle incite certains établissements de crédit à se concentrer uniquement sur certaines composantes d'une catégorie d'activités. Un tel développement semble, par exemple, se dessiner en Belgique dans le secteur des OPC où la commercialisation des parts, la gestion du patrimoine du fonds et l'activité de dépositaire de l'OPC sont parfois scindées.

Ces deux stratégies, expansion et spécialisation, ne sont pas nécessairement contradictoires. Il est, au contraire, parfois avancé que l'introduction de changements technologiques majeurs dans une branche d'activité peut avoir pour effet de provoquer des vagues successives de concentration, puis de fragmentation des entreprises du secteur. Dans un premier stade, les sociétés les plus importantes, qui ont des moyens financiers leur permettant d'intégrer plus rapidement et plus complètement les innovations technologiques, s'efforceraient de se ménager une rente de situation en augmentant leurs parts de marché. Dans une seconde étape, des solutions techniques standardisées, et donc moins coûteuses, s'imposeraient progressivement sur le marché, ce qui faciliterait un retour vers une plus grande spécialisation.

Quelle que soit l'évolution du secteur bancaire, les choix stratégiques devront toujours être individualisés en fonction de la situation et du

potentiel de chaque établissement. Or, de nombreux exemples dans le passé tendent à montrer que les banques sont souvent enclines à adopter un comportement uniforme lorsqu'elles sont confrontées à de nouvelles évolutions. Ceci pourrait à nouveau se vérifier avec l'introduction de l'euro, qui semble inciter un grand nombre de banques à redéployer leurs activités sur des segments de marché identiques.

2.5 Introduction de l'euro

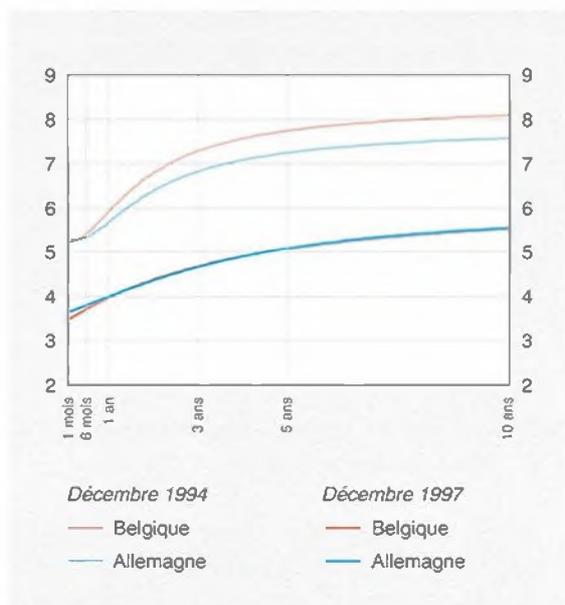
2.5.1 Incidences exercées au travers de l'environnement macroéconomique

C'est au travers des changements dans les conditions d'exercice de la politique économique et, en particulier, de son volet monétaire, que l'introduction de l'euro exercera ses effets les plus durables sur les marchés financiers. La fixation irrévocable des parités à l'intérieur de la zone va supprimer une source importante d'instabilité potentielle. Par ailleurs, la politique monétaire menée par le SEBC (Système européen de banques centrales) devrait rapidement acquérir une grande crédibilité du fait de la priorité attachée à la lutte contre l'inflation et de l'indépendance accordée au SEBC dans la poursuite de cet objectif. Ces dispositions, ainsi que celles du pacte de stabilité et de croissance, seront propices au maintien des taux d'intérêt à des niveaux très inférieurs à ceux qui ont été observés pendant la décennie quatre-vingt et au début des années nonante.

La globalisation des marchés financiers au sein de l'UEM va également donner naissance à une courbe des rendements commune à l'ensemble de la zone. Le segment le plus court de cette courbe sera directement déterminé par les conditions en vigueur pour les opérations de politique monétaire du SEBC, tandis que pour les autres échéances du marché monétaire une série unique de taux EURIBOR devrait se substituer aux différents étalons actuellement en usage dans la plupart des pays européens (taux BIBOR, PIBOR, LIBOR, ...). Pour les durées les plus longues, le taux des opérations conclues entre banques vont aussi s'égaliser. Cette convergence est d'ailleurs déjà largement réalisée pour les devises des principaux pays candidats à l'UEM, si on en juge

GRAPHIQUE 6 — COURBES DES RENDEMENTS EN BELGIQUE ET EN ALLEMAGNE¹

(moyennes mensuelles)



Source : BNB.

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

d'après l'alignement des taux des swaps à long terme en franc et en mark.

Même s'il est moins prononcé que pour la politique monétaire, le lien entre la conduite de la politique budgétaire et l'activité sur les marchés financiers n'en est pas moins réel. L'utilisation de ce second grand moyen d'action des pouvoirs publics a été conditionnée, au cours de ces dernières années, par l'effort prolongé d'assainissement auquel l'Etat belge a dû s'astreindre afin de desserrer la contrainte que le poids des charges d'intérêts fait peser sur la gestion des finances publiques. A cette exigence intérieure

s'est ajoutée l'obligation extérieure de respecter les limites assignées, par le traité de Maastricht, aux dettes et aux déficits publics des pays désireux de participer à l'UEM. Cette double discipline s'est traduite par une forte réduction du déficit belge qui est revenu d'une moyenne de 10,8 p.c. au cours de la période 1980 à 1984 à une moyenne prévue de 3,1 p.c. pour les années 1995 à 1997. Cette tendance à la baisse devrait se poursuivre puisque le déficit public attendu pour 1998 est de 1,7 p.c. contre 2,1 p.c. en 1997.

Une diminution de cet ordre n'est évidemment pas sans effet sur la nature des activités des établissements de crédit. Ceux-ci devront davantage orienter leurs opérations de prêts vers les autres secteurs intérieurs, mais aussi vers le reste du monde dans la mesure où la réduction du déficit public est allée de pair avec un gonflement du solde courant. Ces opérations avec l'étranger amènent les intermédiaires à assumer des risques auxquels ils ne s'exposaient pas en cas de simple financement des pouvoirs publics. Par ailleurs, une réduction de la part relative des créances sur les pouvoirs publics au bilan des banques pourrait, à terme, obliger ces dernières à élargir leurs ressources en capital dans la mesure où les autres catégories de placement sont, au contraire des actifs détenus sur les pouvoirs publics, soumises à des exigences de fonds propres. Enfin la diminution des besoins de financement des pouvoirs publics, en réduisant le rythme des émissions nettes sur le marché primaire, pourrait aussi, à terme, affecter le niveau d'activité sur le marché secondaire des titres de la dette publique.

En matière de législation fiscale, il existe actuellement, à l'intérieur de l'UE, des différences très marquées dans les modalités d'imposition

TABLEAU 17 — CAPACITE OU BESOIN NET DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS

(en pourcentages du PIB)

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1997
Pouvoirs publics				
Belgique	-10,6	-7,7	-6,1	-3,1
Moyenne des quatre principaux pays voisins ¹ ...	-3,0	-1,8	-3,6	-3,6

Sources : CE, OCDE, BNB.

¹ Moyenne pondérée par le PIB des données se rapportant à l'Allemagne, la France, la Royaume-Uni et les Pays-Bas.

des revenus mobiliers. Cette diversité des législations va d'autant plus ressortir dans l'UEM que cette dernière, en éliminant les monnaies nationales, va faire disparaître un des derniers grands critères de différenciation qui subsistent encore entre les marchés financiers. De ce fait, les facteurs résiduels de disparité, comme la fiscalité, ne feront que gagner en importance relative et il est donc probable que l'entrée en vigueur de l'UEM va pousser, à un terme plus ou moins rapproché, à une harmonisation de certaines réglementations fiscales.

2.5.2 Incidences sur les établissements de crédit

Les incidences les plus immédiates de l'euro sur l'activité des établissements de crédit se feront sentir par le biais des opérations de change. D'une enquête générale menée dans 26 pays, sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), il ressort que le montant des transactions effectuées sur le marché belge des changes approche un encours journalier moyen de 30 milliards de dollars. Ce montant est élevé, non seulement en proportion de la taille de l'économie belge, mais aussi dans l'absolu. Les opérations de change conclues en Belgique dépassent en effet les volumes enregistrés aux Pays-Bas et représentent près de la moitié et plus du tiers des transactions effectuées, respectivement, en France et en Allemagne. La

part de marché des différentes économies d'Europe continentale est toutefois nettement inférieure à celle du Royaume-Uni qui, avec 464 milliards de dollars, est de très loin le principal centre du marché des changes.

A priori, le pourcentage des transactions qui s'effectuent entre monnaies de pays de l'UE apparaît relativement faible. Il faut toutefois tenir compte de la fonction de monnaie véhiculaire souvent remplie par le dollar dans les opérations de change, qui a pour conséquence de gonfler l'importance relative de cette monnaie. Si les données de l'enquête de la BRI ne permettent pas d'isoler la part des opérations entre dollar et monnaies de l'UE qui n'ont été effectuées que pour servir de support à des transactions entre des devises de l'UE, les statistiques complémentaires disponibles pour la Belgique indiquent que cette part devrait avoisiner 50 p.c.

Il existe toutefois un certain potentiel de développement de nouveaux marchés de change. D'une part, de nombreux pays ont effectué récemment leur transition vers l'économie de marché, de sorte que des devises supplémentaires s'intègrent progressivement dans les flux commerciaux et financiers. D'autre part, l'euro devrait, à terme, occuper une place plus importante, tant dans les réserves des banques centrales que dans les portefeuilles des investisseurs. Il est cependant loin d'être acquis que la ventilation de ces nouvelles opérations entre les divers opérateurs

TABLEAU 18 — STRUCTURE PAR DEVISES DES OPERATIONS DE CHANGE

	Belgique	Allemagne	France	Royaume-Uni	Pays-Bas
Montant journalier moyen des opérations de change en milliards de dollars ¹	28,1	76,2	58,0	463,8	25,5
Idem en base 100 pour la Belgique	100,0	271	207	1.650	91
Ventilation par types de transactions (en pourcentages du total)					
Transactions entre deux monnaies de pays de l'UE	15,3	16,1	30,2	10,0	24,7
Transactions entre le dollar et une monnaie d'un pays de l'UE	70,1	62,9	55,8	53,0	60,4
Transactions entre le dollar et d'autres monnaies	12,5	10,0	10,0	30,7	9,0
Autres transactions	2,1	11,0	4,0	6,4	5,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources : Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives market activity 1995; calculs BNB.

¹ Données relatives au mois d'avril 1995.

de marché coïncide avec la répartition actuelle des transactions qui sont amenées à disparaître.

Par ailleurs, on ne peut estimer l'incidence de la baisse des opérations de change sur les résultats des banques isolément des répercussions sur les autres rubriques du compte de résultats. Il faudrait, en particulier, intégrer les éventuelles économies que les banques pourraient réaliser en restructurant leur salle de marché et, à l'inverse, tenir compte des synergies existant entre les transactions de change et d'autres catégories d'opérations effectuées par les établissements de crédit, telles les opérations de paiement.

Ces dernières vont en effet être directement affectées par l'entrée en vigueur de l'UEM qui entraînera un changement dans le mode de règlement des paiements transfrontaliers de gros. Ceux-ci s'effectueront désormais en brut et en temps réel, au sein du réseau TARGET reliant les divers systèmes nationaux qui, à l'instar du système ELLIPS pour la Belgique, doivent être mis en place dans chacun des Etats membres de l'UE. Cette nouvelle procédure de règlement, qui assure une meilleure maîtrise des risques et renforce l'efficacité des systèmes de paiement, va transformer les relations que les banques entretiennent avec leurs correspondants étrangers. D'une part, les banques établies en dehors de l'UEM auront tendance à regrouper leurs opérations en euro auprès d'un nombre limité de correspondants, ce qui les amènera à fermer un certain nombre des comptes ouverts auprès d'établissements de crédit de la zone euro. D'autre part, à l'intérieur de l'UEM, le système des banquiers correspondants n'aura en principe plus de raison d'être. Les différentes banques pourront désormais directement s'adresser à l'ensemble des établissements établis dans l'UEM pour conclure leurs transactions en euro. Cet élargissement du marché va, en particulier, modifier le processus de recyclage des dépôts que les particuliers belges effectuent auprès de banques luxembourgeoises ou néerlandaises. Ces dépôts, une fois convertis en euro, ne devront plus être prioritairement replacés en Belgique.

L'UEM va également affecter l'activité traditionnelle d'intermédiation des établissements de crédit. Elle va en particulier attiser la concurrence pour l'octroi de crédits, même si cet effet se fera sans doute sentir différemment sur les marchés de gros et de détail. Sur le premier de ces deux

segments, les marges pratiquées sont déjà très réduites. Les grandes sociétés recourent à des techniques sophistiquées de gestion de trésorerie et concentrent souvent leurs opérations financières auprès d'un nombre limité d'établissements. L'instauration de la monnaie unique et la mise en place d'un système centralisé pour l'acheminement des paiements de gros montants vont certainement accentuer cette tendance. Ce marché restera très difficile d'accès, même si la présence en Belgique de nombreuses filiales de grandes sociétés étrangères et l'existence des centres de coordination constituent des atouts pour le système bancaire belge.

La concurrence en matière de crédit devrait rester moins vive pour les opérations de détail. Celles-ci requièrent en général une plus grande proximité du marché et une connaissance approfondie de la clientèle. Les établissements de crédit belges devraient donc plus aisément préserver leur part de marché dans l'octroi de prêts aux particuliers ainsi qu'aux petites et moyennes entreprises qui constituent l'essentiel du tissu des sociétés belges.

Le créneau des prêts aux particuliers et aux entreprises apparaît toutefois plus étroit en Belgique que dans les autres pays. Les crédits aux particuliers et aux sociétés représentent respectivement 21 et 28 p.c. des avoirs des banques belges sur les résidents non bancaires contre 37 et 44 p.c. en moyenne pour les quatre pays voisins¹. Certes, cet écart est le reflet d'un financement proportionnellement plus important des pouvoirs publics par les banques belges, caractéristique qui a été largement commentée au chapitre 1.2. En pourcentage du PIB toutefois, le recours des particuliers et des sociétés au crédit bancaire est également plus faible en Belgique. Il n'atteint, pour ces deux secteurs, que 74 p.c. contre 82 p.c. en moyenne dans les quatre autres pays. Cette situation reflète, d'une part, le degré d'endettement relativement plus faible des ménages en Belgique et, d'autre part, le recours privilégié des entreprises belges au financement par fonds propres.

Si le marché des petits et moyens crédits reste davantage local, l'avantage relatif lié à l'implan-

¹ Pour les crédits aux entreprises, il n'est malheureusement pas possible de distinguer les opérations conclues avec les grandes et avec les petites sociétés.

TABEAU 19 — AVOIRS DES BANQUES SUR LA CLIENTELE DOMESTIQUE NON BANCAIRE

(encours à la fin de 1996)

	Belgique	Allemagne	France	Royaume-Uni	Pays-Bas	Moyenne non pondérée des quatre principaux pays voisins
En pourcentage du total						
Pouvoirs publics	51,0	25,2	25,5	7,0	18,2	19,0
Particuliers	20,7	28,6	33,5	46,2	39,8	37,0
Sociétés	28,3	46,2	41,0	46,8	42,0	44,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
En pourcentage du PIB						
Pouvoirs publics	77,4	32,4	25,5	4,4	21,8	21,0
Particuliers	31,4	36,9	33,5	29,0	47,5	36,7
Sociétés	43,0	59,6	41,1	29,4	50,2	45,1
Total	151,8	128,9	100,1	62,9	117,8	113,8

Sources : Deutsche Bundesbank, Banque de France, Bank of England, de Nederlandsche Bank, BNB.

tation de longue date des banques belges sur le marché national est loin d'être immuable. Les positions acquises peuvent être contestées, plus particulièrement sur certains segments spécifiques d'activités, tels les crédits hypothécaires ou à la consommation, pour lesquels la concurrence de l'étranger commence d'ailleurs déjà à se manifester. L'élargissement du marché provoqué par l'introduction de l'euro pourrait également contribuer à accroître le nombre et à réduire la taille des sociétés susceptibles de se financer par émissions de titres à revenu fixe. Ceci nécessiterait alors une réorientation des services offerts par les établissements de crédit qui devraient davantage proposer des montages financiers dans le cadre de leur activité d'« investment banking ».

En élargissant les possibilités d'affectation des passifs bancaires, l'introduction de la monnaie unique va aussi intensifier la concurrence pour la collecte des dépôts. Ceci devrait moins concerner les gros dépôts, sur lesquels les marges sont déjà très serrées, que les dépôts de faibles montants dont le placement procure aux banques une grande partie de leur marge d'intermédiation. Aux dépôts à vue, qui n'offrent le plus souvent qu'un taux d'intérêt très faible ou nul, s'ajoutent les dépôts d'épargne ou d'autres produits financiers réservés aux particuliers qui sont généralement rémunérés à des conditions sensiblement inférieures à celles du marché. Le succès de ces formes traditionnelles de placement peut s'appuyer, comme c'est le cas en Belgique et en

France, sur des avantages fiscaux, mais repose aussi souvent sur les habitudes des investisseurs.

La part globale de ces ressources faiblement rémunérées dans l'ensemble des moyens d'actions collectés auprès de la clientèle non bancaire semble très proche en Belgique et dans les pays voisins. Compte tenu des réserves qu'impose toute comparaison basée sur des sources nationales, ce pourcentage avoisinerait 25 p.c. dans les quatre pays. L'écart entre les taux en vigueur sur le marché monétaire et les taux offerts par les banques sur l'ensemble de ces dépôts à coût réduit apparaît toutefois assez faible en Belgique. Sur l'ensemble des années 1993 à 1995, ce différentiel n'a représenté que 2,5 p.c. contre plus de 3,5 p.c. en France, en Allemagne et aux Pays-Bas. Le désavantage relatif des banques belges est encore accentué par la moindre part des ressources de la clientèle dans le total des passifs. Cette situation s'explique surtout, comme on l'a vu à la section 1.2.1, par l'importance des opérations interbancaires en Belgique. Elle a pour conséquence que, rapportée au total du bilan, la marge dégagée sur les dépôts faiblement rémunérés est inférieure de moitié à celle observée en Allemagne et aux Pays-Bas. Les banques françaises, qui ont également d'importantes positions sur le marché interbancaire, se trouvent dans une position intermédiaire.

Cette comparaison reste partielle car elle devrait aussi tenir compte des différences dans

TABEAU 20 — MARGE D'INTERMEDIATION PROCUREE PAR LA COLLECTE DE RESSOURCES REMUNEREES A DES TAUX INFERIEURS AUX TAUX DU MARCHE

(moyennes pour les années 1993 à 1995 en pourcentages)

	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas
1. Différentiel entre le taux sur les euro-dépôts à 3 mois et le taux moyen pondéré des dépôts d'épargne et les dépôts à vue des particuliers	2,51	3,70	3,60	3,63
2. Part des ressources rémunérées à des taux inférieurs à ceux du marché dans les passifs envers la clientèle non bancaire	24,9	28,4	26,1	25,1
3. Part des passifs envers la clientèle non bancaire dans le total des passifs	52,6	64,4	44,8	70,9
4. Marge d'intermédiation (= 1 x 2 x 3)	0,33	0,68	0,42	0,64

Sources : Deutsche Bundesbank, Banque de France, de Nederlandsche Bank, BNB.

les modalités de couverture des frais liés aux services annexes offerts aux déposants. Ces services incluent, en particulier, l'exécution des ordres de paiement dont la tarification varie d'un pays à l'autre : elle est interdite en France, mais autorisée dans les trois autres pays. Il n'en ressort pas moins que la collecte de l'épargne par les banques s'effectue déjà, en Belgique, dans un contexte très concurrentiel. A ce niveau, les risques de pertes de revenus suite à l'introduction de la monnaie unique pourraient donc être plus limités que dans les pays avoisinants. Les établissements de crédit belges ont d'ailleurs mis au point, depuis plusieurs années déjà, des stratégies alternatives de collecte de l'épargne, en commercialisant des parts d'organismes de placement collectif et en offrant des services individualisés de conseil en placement dans le cadre du « private banking ».

Les principales répercussions de l'UEM sur la marge d'intermédiation pourraient toutefois se faire sentir par un autre biais. La conduite, par le SEBC, d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix va contribuer à maintenir un faible niveau de taux d'intérêt. Ceci va automatiquement réduire la marge procurée par ces ressources faiblement rémunérées puisque celles-ci ne peuvent être assorties d'un taux d'intérêt négatif. Des taux réduits, surtout s'ils s'accompagnent d'un aplatissement de la courbe des rendements, devraient également diminuer les possibilités d'arbitrage des banques et les revenus que celles-ci tirent de leur activité traditionnelle de transformation de ressources à court terme en emplois à long terme.

2.5.3 Incidences sur le marché des valeurs mobilières

L'entrée en vigueur de l'UEM va faire disparaître la relation étroite qui existait jusqu'ici entre le marché belge des valeurs mobilières et le marché des valeurs mobilières en franc. L'utilisation d'une monnaie unique aura évidemment pour effet que le segment belge de ce marché ne pourra plus être défini en référence au critère de la monnaie, mais au mieux à celui de la nationalité des investisseurs ou des émetteurs. Il est cependant loin d'être garanti que, dans ce nouvel environnement, les ressources collectées auprès des résidents en surplus resteront affectées par priorité au financement des résidents en déficit. Les habitudes commerciales, les contacts privilégiés, les réseaux d'information continueront sans doute à jouer, mais n'empêcheront pas, à terme, les segmentations entre les marchés nationaux de valeurs mobilières de s'estomper.

C'est probablement sur le marché des titres de la dette publique que cette évolution va être la plus rapide. Du fait de la disparition de tout risque de change entre les futurs pays membres de l'UEM et de l'absence de risques pays significatifs, l'attention des opérateurs va désormais se concentrer sur la liquidité du marché.

En Belgique, le schéma national de place mis au point pour préparer l'introduction de la monnaie unique comprend des mesures explicitement destinées à renforcer la liquidité des emprunts de l'Etat belge. A l'instar de la France,

la Belgique ne se contentera pas d'émettre en euro ses nouveaux emprunts à partir de 1999, comme prévu dans le scénario de passage entériné par le Conseil européen de Madrid. A cette même date, les deux pays procéderont également à la conversion en euro du stock de la dette existante¹, ce qui permettra de créer, dès l'introduction de la monnaie unique, des lignes d'emprunts suffisamment profondes et liquides. Afin de stimuler la diffusion internationale de ses titres, le Trésor belge émet également, depuis le mois de novembre 1997, des OLO en franc français et en mark qui seront convertis en euro à dater de janvier 1999.

L'introduction de l'euro va également modifier le cadre de référence du marché des titres à revenu fixe de sociétés. C'est ainsi que la traditionnelle distinction entre émissions domestiques et émissions internationales va s'estomper². Dans la mesure où les émissions en euro effectuées par les résidents d'un pays membre de l'UEM pourront être distribuées dans les autres pays membres, la distinction entre résidents et non-résidents ou encore entre émissions domestiques et émissions internationales n'aura plus guère de sens à l'intérieur de la zone euro. De même, l'introduction de la monnaie unique aura pour effet de réduire le nombre de devises dans lesquelles il sera possible de procéder à des émissions d'euro-obligations.

A plus long terme, il n'est pas à exclure que la monnaie unique crée un environnement propice à un développement beaucoup plus large du marché des obligations de sociétés. D'une part, la disparition d'un grand nombre de devises pourrait amener certains investisseurs, désireux de conserver la possibilité d'obtenir de hauts rendements, à substituer aux titres des pouvoirs publics les obligations, plus rémunératrices mais plus risquées, émises par les sociétés. D'autre part, l'émission de titres à revenu fixe constitue souvent une forme appropriée pour le financement des opérations de fusions ou d'acquisitions, dont le rythme pourrait être amené à s'accroître à la suite de l'entrée en vigueur de l'UEM.

¹ A l'exception, pour la Belgique, des emprunts classiques et des bons d'Etat.

² Cette distinction est déjà en train de perdre une partie de sa pertinence. Voir à ce sujet : BRI, « Activité bancaire et financière internationale », février 1997.

La tendance à la standardisation devrait être moins rapide sur le marché des actions que sur celui des titres à revenu fixe. Les normes comptables, le droit des sociétés ou encore les régimes fiscaux appliqués aux entreprises restent en effet très différents d'un pays à l'autre. Au surplus, les actions constituent des valeurs mobilières plus hétérogènes que les obligations. Leurs prix sont largement tributaires de facteurs propres à l'émetteur, de sorte que les variations de cours de change exercent des effets proportionnellement moins élevés sur la valeur de ces actifs. Cette moindre sensibilité aux fluctuations de change n'implique pas pour autant que les marchés boursiers resteront segmentés après l'entrée en vigueur de l'UEM. Comme le confirme la section 2.2.3, les innovations technologiques ont d'ailleurs déjà contribué à l'intégration progressive de ces marchés. Ce mouvement ne pourra que s'intensifier suite à l'introduction de la monnaie unique. Celle-ci va accélérer le décloisonnement des marchés de biens et services, ce qui devrait normalement se traduire par un alignement des performances boursières, tandis que la compétitivité relative des sociétés des divers pays membres de l'UEM ne sera plus affectée par des variations de cours de change.

L'approche nationale des placements en bourse devrait de ce fait s'estomper, au profit d'une perception plus sectorielle. Cette tendance s'est d'ailleurs déjà ébauchée ces dernières années, à la faveur de la grande stabilité des changes observée entre l'Allemagne, la Belgique, la France et les Pays-Bas. Ainsi, divers organismes de placement collectif ont récemment lancé des produits présentant un profil sectoriel spécifique, tandis que certaines bourses de produits dérivés, à l'instar de Belfox, envisage d'introduire de nouveaux types de contrats ayant pour valeurs sous-jacentes des paniers d'actions regroupées par secteurs.

Sur le segment des très grandes sociétés, la bourse belge ne peut s'appuyer sur un nombre important d'entreprises susceptibles de jouer un rôle de locomotive pour le marché. Les plus grandes sociétés belges pourraient en outre marquer davantage d'intérêt pour une introduction à la cote de bourses étrangères en vue d'accroître la liquidité et d'améliorer la valorisation de leur action. C'est le marché des petites et moyennes entreprises qui devrait offrir les principales opportunités d'expansion de l'activité

en bourse de Bruxelles. Cette catégorie de sociétés, qui prédomine dans l'économie belge, se finance essentiellement en émettant des titres non cotés. Le volume total des émissions privées d'actions est de ce fait particulièrement élevé en Belgique puisque celles-ci ont représenté, entre 1990 et 1996, près de 90 p.c. du total des émissions en espèces.

Certes, nombre de ces sociétés belges non cotées sont soit trop petites pour se prêter à une introduction en bourse, soit détenues par des sociétés étrangères, soit encore aux mains d'actionnaires familiaux qui ne souhaitent pas diluer leur pouvoir de contrôle. Il n'en reste pas moins qu'une large clientèle de sociétés est susceptible d'être intéressée par les possibilités de financement alternatives offertes par la bourse. La place de Bruxelles vient d'ailleurs de créer deux nouveaux marchés, EASDAQ et EuroNM qui ont précisément pour objectif d'accueillir des entreprises de petite taille, mais à haut potentiel de croissance.

En stimulant la recherche, par les investisseurs, de possibilités alternatives de diversification des portefeuilles, la réalisation de l'UEM devrait créer un climat favorable à l'introduction en bourse de nouvelles entreprises. Ceci permettra aux sociétés d'investissements ou aux établissements de crédit actifs en bourse de Bruxelles de proposer leurs services comme teneurs de marché ou spécialistes de ces actions de croissance. Il s'agit cependant de fonctions qui requièrent un savoir-faire spécifique pour évaluer ce type d'entreprises. Les activités de recherche et d'analyse devraient d'ailleurs gagner en importance sur l'ensemble des places boursières. Dans un contexte où les technologies tendent à s'uniformiser et où la concurrence par les prix est intense, c'est essentiellement par une connaissance approfondie des sociétés cotées et un suivi attentif de l'évolution du marché que les opérateurs pourront continuer à offrir une valeur ajoutée.

CONCLUSION

A l'instar des autres places financières, le marché belge a été touché par les grandes mutations qui ont récemment affecté les conditions de prestation des services financiers. La diffusion des innovations technologiques et la

TABLEAU 21 — EMISSIONS D' ACTIONS PAR LES RESIDENTS

	Moyenne 1990-1996		
	en milliards de francs	en p.c. du total	en p.c. du PIB
Belgique	337	100,0	4,5
Actions cotées	36	10,5	0,5
Actions non cotées	301	89,5	4,0
Allemagne	487	100,0	0,7
Actions cotées	377	77,5	0,6
Actions non cotées	110	22,5	0,2
France	1.532	100,0	3,5
Actions cotées	326	21,3	0,7
Actions non cotées	1.206	78,7	2,8
Royaume-Uni	874	100,0	2,6
Actions cotées	477	54,6	1,4
Actions non cotées	397	45,4	1,2
Pays-Bas ¹	181	100,0	1,7

Sources : OCDE, Fédération internationale des bourses de valeurs mobilières, Bundesbank, Banque de France, Office for National Statistics, de Nederlandsche Bank, BNB.

¹ La ventilation entre actions cotées et non cotées n'est pas disponible.

généralisation des mesures de libéralisation ont eu pour effet de lever la plupart des barrières existant entre les divers segments des marchés. La concurrence s'est ainsi internationalisée, mais aussi diversifiée, car de nombreuses entreprises cherchent à élargir leurs activités en dehors de leur domaine de spécialisation d'origine. Chaque institution financière doit donc répondre à la fois aux défis qui se posent à son propre secteur et aux opportunités de développement qui surgissent dans de nouveaux créneaux.

La taille limitée du marché belge ne préserve certainement pas celui-ci de la concurrence de l'étranger. Celle-ci ne se manifeste pas exclusivement par l'installation de filiales ou de succursales, qui permettent de maintenir une source de valeur ajoutée au sein de l'économie belge. Elle prend également, dans une mesure croissante, la forme d'activités exercées à partir d'autres pays. Ce canal est déjà utilisé depuis plusieurs années dans la collecte de l'épargne des particuliers belges, notamment pour des raisons fiscales. Il s'étend progressivement à la négociation des opérations sur les titres émis par des emprunteurs belges, au financement des entreprises et même à l'octroi de crédits aux particuliers.

Dans ce contexte, 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 institutions 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.

La place financière belge reste en fait très axée sur les transactions en monnaie nationale avec les secteurs résidents. Cette spécificité basée sur les opérations en franc ne pourra naturellement plus être conservée après l'introduction de l'euro, qui va ainsi imposer au marché un important effort de reconversion. En particulier, la réduction des opérations de change et le rétrécissement du réseau des banquiers correspondants devront être compensés par de nouvelles sources de revenus, alors que la concurrence tend à éroder les marges procurées par d'autres activités traditionnelles.

S'il n'existe pas de réponse unique à ces mutations, deux grandes voies semblent cependant privilégiées.

La première consiste à acquérir une taille suffisante pour devenir un acteur de référence sur les grandes places mondiales. Cette politique suppose de pouvoir mobiliser des capitaux très importants, nécessaires au développement conjoint d'activités complexes sur l'ensemble des marchés. Si un tel objectif n'est évidemment accessible qu'à un nombre restreint d'établissements, les méthodes pour l'atteindre sont multiples. Elles passent souvent par des fusions, absorptions ou alliances entre institutions qui ont pour effet de redessiner le paysage financier. Ces regroupements ne concernent pas seulement les banques ou les sociétés de services d'investissements, mais les marchés eux-mêmes, ce qui se traduit notamment par des accords de coopération entre places boursières.

La seconde approche, accessible à des entités plus petites, consiste en la spécialisation. Certains intermédiaires ou certains marchés peuvent ainsi s'adresser à des catégories spécifiques de clients. Les nouveaux instruments financiers permettent aussi aux opérateurs de scinder les produits en leurs multiples composantes et, ainsi, de se concentrer sur des segments d'activités ciblés. Le nombre de niches exploitables est cependant limité et le risque pourrait exister que l'UEM amène un grand nombre d'opérateurs à simultanément se réorienter sur les mêmes créneaux.

L'introduction de l'euro devrait asseoir un environnement macroéconomique de nature à faciliter cet effort d'adaptation. En effet, l'UEM va non seulement supprimer les fluctuations de cours de change entre les pays membres, mais aussi favoriser la formation d'anticipations non inflationnistes. Elle va ainsi créer un climat propice à une croissance régulière de l'économie et à une évolution plus prévisible des variables financières, ce qui devrait se révéler favorable à l'exercice des activités des établissements et des marchés financiers.

BIBLIOGRAPHIE

- Abraham, J.P. et Lacroix, Y. (1992) :
The Future of Medium-Sized Financial Centers in the EMU, Revue de la Banque, n° 8-9, novembre 1992, pp. 495-511.
- Altunbas, Y., Molyneux, Ph. et Gardener, Ed. (1996) :
Efficiency in European Banking, John Wiley & Sons, Chichester.
- Association belge des banques (1996) :
Le réseau des banques belges à l'étranger : 1996, Aspects et Documents, n° 188.
- Association belge des banques (1997) :
Vade-mecum statistique du secteur bancaire : 1996, Aspects et Documents, n° 191.
- Bank for International Settlements - Banque des Règlements Internationaux (1996) :
Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995, May 1996.
- Bank for International Settlements - Banque des Règlements Internationaux (1997) :
Activité bancaire et financière internationale, février 1997.
- Bank for International Settlements - Banque des Règlements Internationaux (1997) :
Statistics on Payment Systems in the Group of Ten countries, figures for 1996, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, December 1997.
- Borio, Cl. E. et Filosa, R. (1994) :
The Changing Borders of Banking : Trends and Implications, Bank for International Settlements, Economic Papers, Basle, December 1994.
- Boyd, J. H. et Gertler M. (1994) :
Are Banks Dead? Or are the Reports Greatly Exaggerated?, National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 5045 et Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper n° 531.
- Bröker, G. (1993) :
Government Securities and Debt Management in the 1990s, OECD, Paris.
- D'Hérouville, P. et Mathieu, P. (1997) :
Les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie, Revue Banque, n° 577, janvier 1997, pp. 50-53.
- Davis, E.P. (1996) :
The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour, in M. Edey, editor : *The Future of the Financial System, Proceedings of a Conference*, Reserve Bank of Australia 1996, pp. 49 sq.
- Duchâteau, S. (1996) :
Enkele gevolgen van de invoering van de eenheidsmunt op de financiële markten, Bank- en Financiewezen, n° 9, november 1996, pp. 530-534.
- Economist Intelligence Unit (1996) :
Building Tomorrow's Leading Retail Bank, Research report in cooperation with Coopers & Lybrand, London.
- Edey, M. et Hviding, K. (1995) :
An Assessment of Financial Reform in OECD Countries, OECD Working Papers, n° 154.

- Gardener, Ed. et Molyneux, Ph. (1993) :
Changes in Western European Banking, Routledge, London.
- Gardener, E.R.M. (1996) :
The Future of Traditional Banking, Revue de la Banque, n° 4, avril-mai 1996, pp. 187-199.
- Gathon H.-J. et Grosjean F. (1991) :
Efficacité productive et rendements d'échelle dans les banques belges, Cahiers Economiques de Bruxelles, n° 130, 2^e trimestre 1991, pp. 145-160.
- Générale de Banque (1996) :
Demain, l'euro, Bruxelles.
- Gillet, R. et Minguet, A. (1995) :
Micro-structure et rénovation des marchés financiers en Europe, Presses universitaires de France, Paris.
- Gual, J. et Neven, D. (1993) :
Deregulation of the European Banking Industry, European Economy, Reports and Studies, n° 3, pp. 151-182.
- Hamende, G. (1996) :
Analyse des économies d'échelle et de gamme dans le secteur bancaire belge : Essai de synthèse, Revue de la Banque, n° 4, avril-mai 1996, pp. 214-222.
- Harris, S. L. et Pigott, Ch. A. (1997) :
Regulatory Reform in the Financial Services Industry : Where Have We Been ? Where Are We Going ?, Financial Market Trends, n° 67, june 1997, pp. 31-96.
- Klein Dietmar, K. R. (1995) :
The Banking Systems of the EU Member States, Gresham Books, Cambridge.
- Kredietbank (1997) :
Voici venir l'euro, Bulletin hebdomadaire, 52^e année, n° 1, 10 janvier 1997.
- Lannoo, K. (1995) :
The Single Market in Banking from 1992 to EMU : A first Assessment, CEPS Research report n° 17, June 1995.
- Llewellyn, D. (1995) :
Global Pressures on the Banking Industry, Repères, vol. 41, n° 2, pp. 2-14.
- McCauley, R. N. et White, W. R. (1997) :
The Euro and European Financial Markets, Bank for International Settlements Working Papers, n° 41, May 1997.
- Molyneux, Ph. et Forbes, W. (1995) :
Market Structure and Performance in European Banking, Applied Economics, vol. 27, n° 2, pp. 155-159.
- Neven, D. (1993) :
Structural Adjustment in European Retail Banking : Some Views from Industrial Organization, in Dermine, J. : *European Banking in the 1990's*.
- Pacolet, J. (1993) :
De optimale dimensie voor de Belgische financiële sector : situatie in gemakkelijke en moeilijke omstandigheden, Bank- en Financiewezen, n° 8, oktober 1993, pp. 443-450.
- Pagano, M. et Röell, A. (1992) :
Auction and Dealership Markets, What is the Difference ?, European Economic Review, vol. 36, n° 2-3, pp. 613-623.

- Pallage, S.J. (1991) :
An Econometric Study of the Belgian Banking Sector in terms of Scale and Scope Economies, Cahiers Economiques de Bruxelles, n° 130, 2^e trimestre 1991, pp. 125-143.
- Praet P. et Verfaille, G. (1992) :
The Single Currency and the Structural Adjustment of the European Banking Industry, Revue de la Banque, n° 8-9, novembre 1992, pp. 457-463.
- Prissert, P. (1995) :
Analyse et dynamique du marché des capitaux, Collection Institut Technique de Banque, Revue Banque, Paris.
- Reynolds, K. et B. (1993) :
Profitability for European Banks : The Key to Survival and Success, Financial Times Management Report, London.
- Scannavino, A. (1997) :
Banques universelles et intégration financière internationale, Revue d'économie financière, n° 39, février 1997, pp. 201-228.
- Schinasi, G.S. et Prati, A. (1997) :
European Monetary Union and International Capital Markets : Structural Implications and Risks, Conference on EMU and the International Monetary System, IMF, March 1997.
- Société de la Bourse de Valeurs Mobilières de Bruxelles (1996) :
Le nouveau profil de la Bourse de Bruxelles.
- Steil, B. et al. (1996) :
The European Equity Markets, The State of the Union and an Agenda for the Millennium, The Royal Institute of International Affairs, London.
- Ugeux, G. (1993) :
Orientations for Belgian Banks : The International Experience, Revue de la Banque, n° 8, octobre 1993, pp. 451-457.
- Van den Spiegel, F. (1996) :
De gevolgen van de euro voor de beleggingsproducten, Bank- en Financieuzen, n° 9, november 1996, pp. 551-556.
- Van der Ent, J.P. et Smant, D.J.C. (1994) :
Credit rating en kapitaalmarkt, Feiten, verklaringen en ontwikkeling van rating in Europa, Rotterdamse monetaire studies, 12^e jaargang, n° 3.
- Van Poeck, A. (1993) :
The Effects of Deregulation and Financial Innovation on the Performance of the Belgian Credit Institutions, Revue de la Banque, n° 8, octobre 1993, pp. 427-436.
- Vander Vennet, R. (1996) :
Schaalvergroting in de banksector : Een analyse van bankfusies en -overnames, Bank- en Financieuzen, n° 4, april-mei 1996, pp. 200-213.
- Vesala, J. (1993) :
Retail Banking in European Financial Integration, Bank of Finland, Helsinki.
- Wibaut, S. (1997) :
Les banques et l'euro, « Les mardis de l'euro », Forum financier, Liège, janvier 1997.

ADAPTATION DE LA LOI ORGANIQUE DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE EN VUE DE LA PARTICIPATION DE LA BELGIQUE A L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE

I. EXIGENCES DU TRAITE

Afin d'accéder à la troisième phase de l'Union économique et monétaire, chaque Etat membre doit non seulement atteindre le degré de convergence économique requis par le Traité, mais également assurer la convergence juridique de sa législation avec celui-ci.

L'article 108 du Traité fait, en effet, obligation à chaque Etat membre de rendre compatible sa législation, « y compris les statuts de sa banque centrale », avec le Traité et les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC), et ce au plus tard à la date de mise en place du SEBC. La législation relative à la banque centrale doit en particulier se conformer à l'exigence d'indépendance formulée à l'article 107 du Traité. Par ailleurs, toute incompatibilité entre d'autres dispositions nationales et le Traité ou les statuts du SEBC doit être éliminée en vue de permettre une participation efficiente de la banque centrale au Système.

Il y a lieu de noter cependant que le Traité n'exige pas l'alignement des dispositions nationales sur un modèle unique; « convergence » n'est donc pas synonyme d'« harmonisation » en l'espèce.

Les rapports élaborés en vertu de l'article 109 J du Traité par la Commission et l'Institut monétaire européen en vue de la décision à prendre par le Conseil à propos du passage à la monnaie unique apprécient le degré de convergence atteint dans ces deux domaines par les Etats membres appelés à participer à l'Union monétaire.

II. ADAPTATION DES LEGISLATIONS BELGES

1. Pour satisfaire à l'exigence de convergence juridique de la Belgique, il convenait de pour-

suivre le mouvement déjà entamé dans le passé, notamment par la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, qui avait interdit le financement monétaire du Trésor et limité les pouvoirs du représentant du Ministre des Finances dans les domaines d'activité de la Banque relevant du SEBC.

Le gouvernement a déposé à cet effet en juin 1997 un projet de loi fixant le statut organique de la Banque Nationale de Belgique, après avoir recueilli le 9 septembre 1996 l'avis positif de l'Institut monétaire européen sur la substance dudit projet (CON/96/10, page 3), libellé en ces termes : « *On the independence of the Bank, the EMI notes with satisfaction that features of central bank independence of an institutional, personal, functional and financial nature have been accomplished through the following provisions (...). The above construction aims at ensuring the independence of the Bank as required by the Treaty and the Statute of the ESCB/ECB* ».

Ce projet est devenu la loi du 22 février 1998, publiée au Moniteur belge du 28 mars 1998.

Un projet de loi relatif à l'euro a également été élaboré. Il comporte, entre autres, au chapitre II, les adaptations à la loi du 12 juin 1930 portant création d'un Fonds monétaire requises pour assurer la compatibilité avec l'article 105 du Traité des dispositions relatives aux monnaies divisionnaires émises par le Trésor.

2. Avec la nouvelle loi fixant le statut organique de la Banque, la Belgique satisfait désormais aux normes prescrites pour la convergence juridique des Etats appelés à participer à l'Union économique et monétaire.

a) En ce qui concerne tout d'abord l'exigence d'indépendance (article 107 du Traité), la loi confirme la suppression, réalisée pour l'essentiel déjà en 1993, de toute espèce de tutelle de la part du Ministre des Finances et de son représentant (le commissaire du gouvernement)

en ce qui concerne les missions et opérations relevant du SEBC (cf. article 22).

En outre, il est expressément prévu à l'article 23 que le Gouverneur — comme les autres membres du Comité de direction — ne pourra être révoqué que s'il ne remplit plus les conditions nécessaires à l'exercice de ses fonctions ou s'il a commis une faute grave, soit les critères formulés à l'article 14.2 des statuts du SEBC.

Le Conseil de Régence, qui avait jusqu'à présent des attributions statutaires dans la fixation des taux, ne procédera plus désormais « *qu'à des échanges de vues sur les questions générales relatives à la Banque, à la politique monétaire et à la situation économique du pays et de la Communauté européenne* » (article 20.2 de la loi).

Dans l'exercice de cette nouvelle mission, le Conseil de Régence permettra au Gouverneur de recueillir les informations et les opinions des milieux économiques et sociaux, qu'il pourra mettre à profit comme membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, sans toutefois être porteur d'un mandat impératif à cet effet.

b) Pour ce qui concerne la conformité de la loi organique et des statuts de la Banque avec le Traité et les statuts du SEBC, la nouvelle loi sur le statut de la Banque abroge les textes incompatibles avec les normes européennes, confirme expressément l'intégration de la Banque dans le SEBC (article 2) et précise les opérations et tâches qui en découlent (articles 5 à 8).

Un premier arrêté royal à prendre en exécution de l'article 38, points 2 et 3 de la loi du 22 février 1998 précitée fixera à la date de mise en place du SEBC l'entrée en vigueur des dispositions de la nouvelle loi organique de la Banque visant à assurer l'indépendance de celle-ci. Les dispositions relatives à l'intégration de la Banque dans le Système entreront pour leur part en vigueur au plus tard lors de l'introduction de l'euro. Enfin, celles ayant trait à l'émission et au retrait de billets de banque en francs belges seront abrogées à la date du retrait du cours légal de ces billets.

3. En ce qui concerne les autres législations qui doivent faire l'objet d'une adaptation, les dispositions suivantes seront abrogées par arrêté

royal lors de l'introduction de la monnaie unique en vertu de l'article 38, point 4, de la nouvelle loi organique de la Banque nationale, soit parce que le contenu en est repris dans la nouvelle loi, soit parce que la disposition concernée n'a plus d'objet :

— l'arrêté-loi n° 5 du 1^{er} mai 1944 relatif aux conditions d'achat et de vente de l'or et des monnaies étrangères, chargeant la Banque de l'exécution des accords internationaux de paiement et de change ;

— les articles 1^{er} à 3 de la loi du 28 décembre 1973 relative aux propositions budgétaires 1973-1974 fixant les modalités de la constitution de réserves obligatoires par certains établissements à caractère financier ;

— les articles 1^{er}, 2 et 3 de la loi du 23 décembre 1988 portant des dispositions relatives au statut monétaire, à la Banque Nationale de Belgique, à la politique monétaire et au Fonds monétaire, établissant le statut monétaire du franc belge.

III. CONTINUITÉ DANS LE CHANGEMENT

Nonobstant son intégration dans le SEBC, la Banque est autorisée, en vertu de l'article 14.4 des statuts du SEBC, à poursuivre l'exercice des diverses missions d'intérêt général dont elle est chargée en plus de sa fonction de banque centrale, pour autant que celles-ci soient compatibles avec les tâches relevant de ce Système. Actuellement, plus de la moitié du personnel de la Banque contribue à la réalisation de ces diverses missions d'intérêt général, au nombre desquelles on trouve notamment la gestion des Centrales des crédits et celle de la Centrale des bilans, le Service du Caissier de l'Etat et la collecte ainsi que le traitement de données statistiques relatives au commerce extérieur et autres.

Le régime des relations financières entre la Banque et l'Etat est adapté à la mise en commun des revenus des actifs correspondant à la base monétaire et à la redistribution aux banques

centrales nationales en fonction d'une clé de répartition fondée sur la part de chaque Etat membre dans le PNB global et dans la population de la zone monétaire. L'aménagement du régime en vigueur veille toutefois à maintenir l'autonomie financière dont la Banque y dispose.

Enfin, la structure actuelle de la Banque est maintenue dans ses grandes lignes. La Banque reste une société anonyme dont la moitié des actions est détenue par le public. Ses organes subsistent, à l'exception du Conseil général, tandis que le Comité de direction est doté de pouvoirs accrus.

COMMUNICATIONS

1. BILLETS DE BANQUE DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

Retrait de la circulation des billets de 1.000 francs type « Grétry » et de 10.000 francs type « Baudouin et Fabiola »

Le 12 novembre 1997, la Banque Nationale de Belgique a rappelé au public que les billets de 1.000 francs type « Grétry » et de 10.000 francs type « Baudouin et Fabiola » cesseraient d'avoir cours légal à partir du 15 décembre 1997.

Ces billets de 1.000 francs, émis depuis le 3 décembre 1980, présentent entre autres au recto le portrait d'André-Ernest-Modeste Grétry et au verso six diapasons et la forme stylisée d'une oreille interne et de son pavillon.

Les portraits du Roi Baudouin et de la Reine Fabiola constituent le motif principal du recto des anciennes coupures de 10.000 francs, émises depuis le 11 décembre 1992. Au verso, l'illustration représente entre autres les serres de la résidence royale de Laeken, entourée de motifs végétaux.

Depuis le 15 décembre 1997, les billets en question sont encore exclusivement échangeables aux guichets des sièges de la Banque Nationale de Belgique et ce, sans limite de temps.

Emission d'un nouveau billet de 500 francs, type « Magritte »

Depuis le 16 avril 1998, la Banque Nationale de Belgique procède à l'émission d'un nouveau billet de 500 francs, dédié à René Magritte, peintre surréaliste de réputation internationale. Ce billet clôturera la nouvelle série consacrée à des Belges qui ont marqué l'art du XX^{ème} siècle.

La conception, le dessin, la gravure et l'impression du billet ont été réalisés par l'Imprimerie de la Banque Nationale de Belgique. La création du recto du billet est due à M. Golaire et celle du verso à M. Golaire et N. Paquot; le portrait de René Magritte a été gravé par P. Vouez.

Tous les billets de la nouvelle série mesurent 76 mm de haut. Par contre, la longueur des billets est fonction de leur valeur nominale et est, pour ce billet, de 149 mm.

Le papier de coton du billet de 500 francs est blanc et orné, dans la zone centrale non imprimée, d'un filigrane à l'effigie de René Magritte. En filigrane également, la signature du peintre. Au verso, le fil de sécurité présente la forme d'un trait argenté discontinu. Par transparence, on le voit opaque et continu; la mention « 500 F » en minuscules caractères se répète sur toute sa longueur. Sous un rayonnement ultraviolet, on voit apparaître sur chaque face des fibres rouges, vertes et bleues disséminées dans le papier, et le fil de sécurité est vert.

Au recto, le portrait de René Magritte imprimé en taille-douce à l'encre bleue, consti-



tue le motif principal. Sur l'épaule droite du peintre figure sa signature. A droite, dans des tons turquoise, apparaît la silhouette d'un arbre dénudé.

La valeur en chiffres est imprimée horizontalement en taille-douce, en haut à droite, dans des tons bleu et vert. Immédiatement à gauche de ces chiffres se trouve un rectangle de couleurs bleue et grise, imprimé également en taille-douce, qui comporte le chiffre 500 en image latente, c'est-à-dire n'apparaissant qu'à la lumière frisante.

La valeur en lettres, en français sur cette face, apparaît verticalement le long du bord gauche en bleu foncé. Au-dessus de cette mention « CINQ CENTS FRANCS », c'est-à-dire dans le coin supérieur gauche du billet, trois bâtonnets horizontaux, suivis d'un bâtonnet vertical, tous quatre en relief, permettent l'identification de la valeur du billet par les aveugles.

La mention de l'émetteur « BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE » — en taille-douce — figure dans la zone inférieure droite en vert. Au centre, des colombes grises et jaunes sont posées dans le feuillage, le tout sur un fond bleu pervenche. En bas, à droite, les titres et signatures du Gouverneur et du Trésorier de la Banque sont imprimés en noir.

Des séries de mentions « CINQ CENTS FRANCS » en caractères microscopiques de couleur bleu pervenche forment les bords de la bande blanche du filigrane.

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

Le verso, dans les tons turquoise, bleu pervenche, vert et jaune, évoque l'œuvre de René Magritte. Il représente à gauche, une chaise avec une queue de lion, des personnages en manteau et chapeau melon avec, en arrière-plan, un élément d'architecture aux nombreuses fenêtres. A droite, encore des personnages en manteau et chapeau melon, des silhouettes grises portant chapeau et deux pommes masquées qui ressortent nettement en vert et jaune sous un rayonnement ultra-violet.

La valeur en lettres, en néerlandais et en allemand sur cette face — « VIJFHONDERD FRANK, FÜNFHUNDERT FRANKEN » — est imprimée verticalement le long du bord gauche. La mention de l'émetteur — « NATIONALE BANK VAN BELGIË, BELGISCHE NATIONALBANK » — apparaît à l'extrême droite. En haut à gauche se trouvent, en néerlandais et en allemand, les titres et signatures du Gouverneur et du Trésorier de la Banque.

Des séries de mentions « VIJFHONDERD FRANK, FÜNFHUNDERT FRANKEN » en caractères microscopiques de couleur bleu pervenche, forment les bords de la bande blanche du filigrane.

Le chiffre 500 du verso est imprimé en sérigraphie par une encre spéciale dite « à effet optique variable » qui, selon l'angle de vue, paraît vert, bleu ou rose. A l'exception du numéro et du chiffre 500, toute cette face est imprimée en offset.

L'ancien billet de 500 francs, type « Meunier », perdra son cours légal le 15 décembre 1998, mais restera indéfiniment échangeable aux guichets des sièges de la Banque Nationale de Belgique.

2. GESTION DES RESERVES DE CHANGE

Arbitrages d'or contre monnaies étrangères

Le 18 mars 1998, la Banque a diffusé le communiqué suivant :

Bien que la décision concernant les pays qui feront partie, dès le départ, de l'UEM ne sera prise que le 3 mai prochain, les évolutions financières que la Belgique a connues sont de nature telle que l'on peut raisonnablement admettre que la Belgique a de grandes chances de faire partie de la zone euro.

L'entrée en vigueur de l'euro aura des conséquences importantes sur le degré d'ouverture de l'économie belge : la moyenne des importations et exportations de biens et services reviendra de quelque 65 p.c. du PIB à 25 p.c.

du PIB. En effet, près de deux tiers des importations et exportations actuelles concernent des pays candidats à la participation à l'UEM. Cette modification du degré d'ouverture est beaucoup plus importante pour la Belgique que pour tout autre pays de la zone euro, à l'exception du Luxembourg.

Etant donné ce nouvel environnement prévisible, la Banque a analysé ses besoins futurs en matière de réserves extérieures. Durant la troisième phase de l'UEM, elle détiendra une quantité de réserves extérieures de cinq à six fois supérieure aux montants qui doivent être cédés à la Banque centrale européenne (BCE). Un tiers de ces réserves extérieures se composerait d'or.

En vue d'amener son stock d'or au niveau souhaité, la Banque a procédé, au cours de ces derniers mois, à des opérations d'arbitrage d'une partie de son stock actuel contre des avoirs en monnaies étrangères. Afin d'éviter toute incidence sur l'évolution des prix sur le marché de l'or, ces opérations ont été exclusivement réalisées avec différentes banques centrales. Ce programme est maintenant entièrement terminé et apparaît dans la situation hebdomadaire clôturée au 16 mars 1998.

A l'actif du bilan de la Banque, cette opération s'est traduite par une augmentation de la rubrique « Monnaies étrangères » (109 milliards) et une diminution de la rubrique « Or » (103 milliards). Au passif, deux rubriques ont également été affectées, à savoir la rubrique « Réserve indisponible de plus-values sur or » (92 milliards) et la rubrique « Différences d'évaluation sur or et monnaies étrangères » qui a diminué de 86 milliards. Cette opération d'arbitrage n'a pas eu d'incidence sur la liquidité du marché monétaire.

Le programme réalisé portait sur 299 tonnes, lesquelles représentent une valeur marchande de 109 milliards de francs belges. La plus-value réalisée sur ces opérations est de 92 milliards de francs belges. Conformément aux dispositions de la loi organique, cette plus-value est gelée dans un compte de réserve indisponible qui apparaît au passif du bilan.

La Banque est convaincue qu'à l'avenir, l'or doit continuer à jouer un rôle dans le système monétaire international. C'est pourquoi elle soutient l'option selon laquelle une partie des avoirs

extérieurs du futur SEBC doit se composer d'or. En outre, l'on ne procédera plus à de nouveaux arbitrages du stock d'or propre contre d'autres devises.

3. BILANS SOCIAUX

Le 8 avril 1998, la Banque a diffusé le communiqué suivant :

L'arrêté royal du 4 août 1996 relatif au bilan social a confié à la Banque Nationale de Belgique un rôle centralisateur dans la collecte et le traitement statistique des bilans sociaux établis par les entreprises en vertu de cet arrêté.

La Banque Nationale de Belgique annonce la publication de la globalisation des bilans sociaux pour l'exercice 1996. Cette globalisation est disponible pour 180 secteurs économiques distincts.

Les statistiques sectorielles sont basées sur 82.786 bilans sociaux individuels qui ont été vérifiés par la Centrale des Bilans avant traitement statistique.

Elles sont accompagnées d'une notice méthodologique et peuvent être obtenues auprès des sièges de la Banque.

4. MECANISME DE TAUX DE CHANGE DU SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN

Réévaluation de la livre irlandaise et entrée de la drachme grecque dans le mécanisme de taux de change, le 16 mars 1998

1. Suite à une demande des autorités irlandaises d'ajuster le taux central de la livre irlandaise, les ministres et les gouverneurs des banques centrales des Etats membres de l'Union européenne ont décidé de commun accord, suivant une procédure associant la Commission et l'Institut Monétaire Européen, et après consultation avec le Comité Monétaire, de fixer de nouveaux taux centraux dans le mécanisme de taux de change du Système Monétaire Européen.

Les précédents taux centraux bilatéraux de la livre irlandaise par rapport aux autres devises du mécanisme de taux de change ont été réévalués de 3 p.c., ce qui les a rapprochés des taux du marché. Les nouveaux taux centraux bilatéraux de la livre irlandaise sont conformes aux données économiques fondamentales et avec la convergence soutenable, comme le sont les taux centraux bilatéraux entre les autres participants au mécanisme de taux de change.

La réévaluation de la livre irlandaise soutiendra les autorités dans leurs efforts visant à maintenir l'économie irlandaise sur une voie de croissance soutenable et de stabilité des prix.

2. Les ministres et gouverneurs des banques centrales des Etats membres de l'Union européenne saluent la décision du gouvernement grec de rejoindre le mécanisme de taux de change du Système Monétaire Européen. Ils ont décidé, de commun accord et selon la même procédure, des termes dans lesquels la drachme y sera incorporée, à partir du 16 mars 1998. Ces termes incluent un taux central de 357 drachmes pour un écu.

L'incorporation de la drachme dans le mécanisme de taux de change reflète aussi bien les substantiels progrès économiques faits par la Grèce au cours des dernières années que le fort engagement des autorités grecques de continuer le processus de convergence. L'appartenance au mécanisme de taux de change permettra d'ancrer les politiques nationales fermement orientées dans le sens du contrôle et de la baisse de l'inflation.

3. Les nouveaux taux centraux de l'écu sont établis comme suit (en unités de devises nationales par écu) :

BEF	40,7844
DKK	7,54257
DEM	1,97738
GRD	357,000
ESP	168,220
FRF	6,63186
IEP	0,796244
ITL	1957,61
LUF	40,7844
NLG	2,22799
ATS	13,9119
PTE	202,692
FIM	6,01125

4. Les nouveaux taux centraux bilatéraux et les cours d'intervention obligatoire du franc belge vis-à-vis de la livre irlandaise et de la drachme grecque sont, à partir du 16 mars 1998, établis comme suit :

1 IEP	=	BEF 51,2210	(cours central)
		59,4775	(cours d'intervention supérieur)
		44,1100	(cours d'intervention inférieur)
100 GRD	=	BEF 11,4242	(cours central)
		13,2655	(cours d'intervention supérieur)
		9,83835	(cours d'intervention inférieur)

5. A l'occasion de ce réalignement, les cours centraux bilatéraux de certaines devises ont été légèrement ajustés afin de corriger quelques légères incohérences apparues à la suite d'arrondis appliqués lors de réalignements précédents. Les cours d'intervention obligatoire du franc belge vis-à-vis de ces devises restent inchangés :

1 NLG	=	BEF 18,3055	(changé)
1 DKK	=	5,40723	(inchangé)
1 DEM	=	20,6255	(inchangé)
1 FRF	=	6,14977	(inchangé)
100 ESP	=	24,2447	(inchangé)
100 PTE	=	20,1214	(inchangé)
1 ATS	=	2,93162	(changé)
1 FIM	=	6,78468	(inchangé)
100 ITL	=	2,08338	(changé)

5. UNION EUROPEENNE : DECISION DU CONSEIL DE L'UNION EUROPEENNE DU 2 MAI 1998 RELATIVE AUX ETATS MEMBRES PARTICIPANT A L'UNION MONETAIRE

Sur la base de la recommandation du Conseil adoptée la veille et à la suite de l'avis rendu le matin même par le Parlement européen, le Conseil de l'Union européenne, réuni au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement, a décidé à l'unanimité que onze Etats membres, à savoir l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal, remplissent les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique

au 1^{er} janvier 1999. Ces pays participeront par conséquent à la troisième phase de l'Union économique et monétaire.

Cette décision, saluée comme un acte historique par les chefs d'Etat ou de gouvernement, marque l'avènement de l'Union économique et monétaire conformément au calendrier prévu dans le traité sur l'Union européenne, conclu à Maastricht en 1992.

LE CONSEIL DE L'UNION EUROPEENNE, réuni au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement,

vu le traité instituant la Communauté européenne, et notamment son article 109 J, paragraphe 4, vu le rapport de la Commission, vu le rapport de l'Institut monétaire européen, vu les recommandations du Conseil du 1^{er} mai 1998, vu l'avis du Parlement européen¹,

1) considérant que, conformément à l'article 109 J, paragraphe 4, du traité, la troisième phase de l'Union économique et monétaire (UEM) commence le 1^{er} janvier 1999;

2) considérant que, conformément à l'article 109 J, paragraphe 2, du traité, sur la base des rapports présentés par la Commission et l'Institut monétaire européen sur les progrès faits dans l'accomplissement par les Etats membres de leurs obligations afférentes à la réalisation de l'UEM, le Conseil a déterminé le 1^{er} mai 1998, pour chaque Etat membre, s'il remplit les conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique, et a transmis au Conseil, réuni au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement, sous forme de recommandation, les conclusions suivantes :

En Belgique, la législation nationale, y compris les statuts de la banque centrale nationale, est compatible avec les articles 107 et 108 du traité et avec les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC).

En ce qui concerne le respect des critères de convergence figurant à l'article 109 J, paragra-

phe 1, tirets 1 à 4, du traité :

- au cours de la période de douze mois ayant pris fin en janvier 1998, le taux d'inflation moyen en Belgique a atteint 1,4 p.c., restant ainsi inférieur à la valeur de référence;
- la Belgique ne fait pas l'objet d'une décision du Conseil constatant l'existence d'un déficit public excessif;
- la Belgique a participé au mécanisme de change au cours des deux dernières années; durant cette période, le franc belge (BEF) n'a pas connu de tensions graves et la Belgique n'a pas, de sa propre initiative, dévalué le taux central bilatéral du BEF par rapport à la monnaie d'un autre Etat membre;
- au cours de la période de douze mois ayant pris fin en janvier 1998, le taux d'intérêt à long terme en Belgique a été, en moyenne, de 5,7 p.c., restant ainsi inférieur à la valeur de référence.

La Belgique a atteint un degré élevé de convergence durable par référence aux quatre critères.

En conséquence, la Belgique remplit les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique.

(...)

3) considérant que le Conseil, réuni au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement, après avoir procédé à une évaluation globale pour chaque Etat membre, en tenant compte des rapports mentionnés ci-dessus de la Commission et de l'Institut monétaire européen, de l'avis du Parlement européen et des recommandations du Conseil du 1^{er} mai 1998, estime que la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande remplissent les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique;

4) considérant que la Grèce et la Suède ne remplissent pas, à l'heure actuelle, les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique; que la Grèce et la Suède feront donc l'objet d'une dérogation telle que définie à l'article 109 K du traité;

5) considérant que, conformément au paragraphe 1 du protocole n° 11 annexé au traité, le

¹ Avis rendu le 2 mai 1998.

Royaume-Uni a notifié au Conseil qu'il n'avait pas l'intention de passer à la troisième phase de l'UEM le 1^{er} janvier 1999; que, en vertu de cette notification, les paragraphes 4 à 9 du protocole n° 11 définissent les dispositions applicables au Royaume-Uni si, et aussi longtemps que ce dernier n'a pas effectué le passage à la troisième phase;

6) considérant que, conformément au paragraphe 1 du protocole n° 12 annexé au traité et à la décision arrêtée par les chefs d'Etat ou de gouvernement à Edimbourg, en décembre 1992, le Danemark a notifié au Conseil qu'il ne participerait pas à la troisième phase de l'UEM; que, en vertu de cette notification, tous les articles et toutes les dispositions du traité et des statuts du SEBC qui se rapportent à une dérogation sont applicables au Danemark;

7) considérant que, en vertu des notifications ci-dessus, il n'est pas nécessaire que le Conseil procède, en ce qui concerne le Royaume-Uni et le Danemark, à l'évaluation prévue à l'article 109 J, paragraphe 2;

A ARRETE LA PRESENTE DECISION :

Article premier : la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande remplissent les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique le 1^{er} janvier 1999.

Article 2 : les Etats membres sont destinataires de la présente décision.

Article 3 : la présente décision est publiée au Journal officiel des Communautés européennes.

Fait à Bruxelles, le 2 mai 1998.

6. UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE : COMMUNIQUE COMMUN SUR LA FIXATION DES TAUX DE CONVERSION IRREVOCABLES DE L'EURO

Le 3 mai 1998, les Ministres des Finances, les Gouverneurs des banques centrales, la Commission

européenne et l'Institut monétaire européen ont diffusé le communiqué commun suivant :

Conformément à l'article 109 L, paragraphe 4, du traité, les taux de conversion irrévocables de l'euro seront arrêtés par le Conseil, sur proposition de la Commission et après consultation de la Banque centrale européenne (BCE), le premier jour de la troisième phase de l'Union économique et monétaire, c'est-à-dire le 1^{er} janvier 1999.

Afin de donner des points de repère aux marchés à l'approche de cette troisième phase, les ministres des Etats membres adoptant l'euro en tant que monnaie unique, les gouverneurs des banques centrales de ces Etats membres, la Commission européenne et l'Institut monétaire européen (IME) sont convenus de la méthode à appliquer pour fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro à la date de l'entrée en vigueur de la troisième phase.

Les cours-pivots bilatéraux actuels, en vigueur au sein du mécanisme de change européen (MCE), serviront à fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro pour les monnaies des Etats membres qui, le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase, adopteront l'euro en tant que monnaie unique. Ces cours sont conformes aux données économiques fondamentales et sont compatibles avec une convergence durable entre les Etats membres qui participeront à la zone euro. Les banques centrales des Etats membres adoptant l'euro comme monnaie unique s'assureront, en mettant en œuvre des techniques de marché appropriées, que, le 31 décembre 1998, les taux de change du marché, enregistrés selon la procédure habituelle de concertation utilisée pour le calcul des taux de change journaliers de l'écu officiel, sont identiques aux cours-pivots bilatéraux du MCE, tels que définis dans la grille de parités ci-jointe.

La procédure adoptée par toutes les parties prenantes au communiqué commun garantira que la fixation des taux de conversion irrévocables de l'euro ne modifiera pas, en soi, ainsi qu'il est stipulé à l'article 109 L, paragraphe 4, du traité, la valeur externe de l'écu qui sera remplacé, au taux de 1 pour 1, par l'euro. Cette procédure est décrite en détail dans l'annexe. Les cours finals de l'écu officiel calculés de cette manière, et qui seront publiés le 31 décembre 1998, seront proposés par la Commission, comme taux de conversion irrévocables de l'euro avec les mon-

**COURS-PIVOTS BILATERAUX DU MECANISME DE TAUX DE CHANGE EUROPEEN DEVANT ETRE UTILISES
POUR LA FIXATION DES TAUX DE CONVERSION IRREVOCABLES DE L'EURO**

	DEM 100	BEF/LUF 100	ESP 100	FRF 100	IEP 1	ITL 1.000	NLG 100	ATS 100	PTE 100	FIM 100
Allemagne : DEM	—									
Belgique/Lux. : BEF/LUF	2.062,55									
Espagne : ESP	8.507,22	412,462								
France : FRF	335,386	16,2608	3,94237							
Irlande : IEP	40,2676	1,95232	0,473335	12,0063						
Italie : ITL	99.000,2	4.799,90	1.163,72	29.518,3	2.458,56					
Pays-Bas : NLG	112,674	5,46285	1,32445	33,5953	2,79812	1,13812				
Autriche : ATS	703,552	34,1108	8,27006	209,774	17,4719	7,10657	624,415			
Portugal : PTE	10.250,5	496,984	120,492	3.056,34	254,560	103,541	9.097,53	1456,97		
Finlande : FIM	304,001	14,7391	3,57345	90,6420	7,54951	3,07071	269,806	43,2094	2,96571	—

naies des pays participants, pour adoption par le Conseil, le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase, c'est-à-dire le 1^{er} janvier 1999.

En conformité avec le cadre juridique de l'utilisation de l'euro, une fois qu'aura été arrêté le taux de conversion irrévocable de l'euro avec chaque monnaie participante, seul ce taux sera utilisé pour les conversions dans les deux sens entre l'euro et l'unité monétaire nationale, ainsi que pour les conversions entre les unités monétaires nationales.

**ANNEXE : FIXATION DES TAUX DE
CONVERSION IRREVOCABLES DE L'EURO**

1. La raison pour laquelle seuls les taux bilatéraux peuvent être annoncés

L'article 109 L, paragraphe 4, du traité dispose que les taux auxquels l'euro remplacera les monnaies des pays participant à la zone euro seront arrêtés le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'Union économique et monétaire, c'est-à-dire le 1^{er} janvier 1999. L'adoption des taux de conversion irrévocables de l'euro ne modifiera pas, en soi, la valeur externe de l'écu officiel. De même, l'article 2 du Règlement du Conseil du 17 juin 1997 fixant

certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro stipule que toute référence à l'écu officiel figurant dans un instrument juridique est remplacée par une référence à l'euro au taux d'un euro pour un écu. Par conséquent, les taux de conversion irrévocables de l'euro doivent être identiques, le 31 décembre 1998, à la valeur de l'écu officiel exprimée en unités des monnaies participantes.

Dans la mesure où l'écu est un panier de monnaies, qui comprend la couronne danoise, la drachme grecque et la livre sterling¹, il n'est pas possible d'annoncer avant la fin de 1998 les taux de conversion irrévocables auxquels l'euro remplacera les monnaies participantes. Il est toutefois possible d'annoncer les taux bilatéraux des monnaies appartenant à la zone euro, qui seront utilisés le 31 décembre 1998 pour le calcul des cours de l'écu officiel et par là même pour celui des taux de conversion irrévocables en euro de ces monnaies.

2. Les taux bilatéraux qui serviront à fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro

Pour les monnaies appartenant à la zone euro, les cours-pivots bilatéraux actuels du MCE seront

¹ Les monnaies, intégrées dans le panier de l'écu, des Etats membres ne participant pas à la zone euro.

utilisés pour le calcul des cours finals de l'écu officiel qui seront adoptés par le Conseil comme taux de conversion irrévocables de l'euro, le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'Union économique et monétaire, c'est-à-dire le 1^{er} janvier 1999. Ces taux figurent au tableau joint au communiqué commun. Afin d'éviter que des calculs utilisant l'inverse des taux de change bilatéraux n'engendrent de faibles écarts arithmétiques, le tableau n'indique qu'un seul taux bilatéral pour chaque couple de monnaies. C'est ce taux qui sera utilisé dans le cadre de la procédure qui doit être appliquée le 31 décembre 1998, telle qu'elle est décrite ci-dessous.

3. Calcul des cours de l'écu officiel le 31 décembre 1998

La procédure régulière de concertation quotidienne sera utilisée pour le calcul de l'écu officiel, le 31 décembre 1998. Selon cette procédure, les banques centrales des Etats membres communiquent le taux de change représentatif de leur monnaie par rapport au dollar EU.

On distingue trois étapes.

Etape 1 : Fixation des taux de change des monnaies de l'UE par rapport au dollar EU dans le cadre de la procédure de concertation

A 11h 30 (heure de l'Europe centrale — CET), les banques centrales de l'UE, y compris celles dont les monnaies n'entrent pas dans la composition du panier de l'écu, se communiquent mutuellement, dans le cadre d'une téléconférence, le cours de leur monnaie par rapport au dollar EU. Ces taux de change sont retenus comme valeurs discrètes, comprises à l'intérieur des fourchettes cours acheteurs — cours vendeurs du marché. Alors qu'en principe ces valeurs discrètes sont égales aux points médians entre cours acheteurs et cours vendeurs, les banques centrales de l'UE prendront en considération, comme le permet la procédure actuelle de concertation, la nécessité de déterminer des taux de change exprimés avec six chiffres significatifs, à l'instar des cours pré-annoncés. Les taux bilatéraux entre les monnaies appartenant à la zone euro, obtenus en croisant¹ les cours respectifs vis-à-vis du dollar EU enregistrés par les banques centrales de l'UE, seront identiques aux cours-pivots bilatéraux du MCE pré-annoncés, jusqu'au sixième chiffre si-

gnificatif. Les banques centrales de l'UE participant à la zone euro sont prêtes à garantir cette égalité en mettant en œuvre, en tant que de besoin, des techniques de marché appropriées.

Etape 2 : Calcul du cours de l'écu officiel par rapport au dollar EU

Les cours enregistrés par les banques centrales de l'UE sont ensuite communiqués par la Banque Nationale de Belgique à la Commission, qui les utilise pour calculer les cours de l'écu officiel. Le cours USD/ECU (exprimé par 1 ECU = x USD) est obtenu en additionnant les contre-valeurs en dollars EU des montants des monnaies nationales qui composent l'écu.

Etape 3 : Calcul des cours de l'écu officiel par rapport aux monnaies des pays de l'UE participant à la zone euro

Les cours de l'écu officiel vis-à-vis des monnaies de l'UE sont obtenus en multipliant le cours USD/ECU par les taux de change respectifs par rapport au dollar EU. Ce calcul est effectué pour l'ensemble des monnaies de l'UE et non uniquement pour celles entrant dans la composition du panier de l'écu.

Ces cours sont arrondis au sixième chiffre significatif. Une méthode de calcul en tous points identique, intégrant notamment la convention concernant les arrondis, sera utilisée pour fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro avec les monnaies de la zone euro.

A titre indicatif, le calcul des cours de l'écu officiel par rapport à l'ensemble des monnaies de l'UE, effectué le 31 décembre 1997, est décrit ci-dessous.

En conformité avec le cadre juridique de l'utilisation de l'euro, une fois qu'aura été arrêté le taux de conversion irrévocable de l'euro applicable à chaque monnaie participante, seul ce taux sera utilisé pour les conversions dans les deux sens entre l'euro et l'unité monétaire nationale, ainsi que pour les conversions entre les unités monétaires nationales. Les chiffres ayant été arrondis, les taux bilatéraux implicites calculés à partir des taux de conversion en euro peuvent

¹ A titre d'exemple, FRF/DEM = FRF/USD : DEM/USD.

	Etape 1		Etape 2	Etape 3
	Montant d'unité monétaire nationale dans le panier de l'écu (a)	Cours du 31 décembre 1997 par rapport au dollar (b)	Contre-valeur en dollar du montant de monnaie nationale (c) = (a) : (b)	Cours de l'écu (d) = (USD/ECU) * (b)
DEM	0,6242	1,7898	0,3487541	1,97632
BEF	3,301	36,92	0,0894095	40,7675
LUF	0,130	36,92	0,0035211	40,7675
NLG	0,2198	2,0172	0,1089629	2,22742
DKK	0,1976	6,8175	0,0289842	7,52797
GRD	1,440	282,59	0,0050957	312,039
ITL	151,8	1758,75	0,0863113	1942,03
ESP	6,885	151,59	0,0454186	167,388
PTE	1,393	183,06	0,0076095	202,137
FRF	1,332	5,9881	0,2224412	6,61214
GBP	0,08784	1,6561	0,1454718 ¹	0,666755
IEP	0,008552	1,4304	0,0122328 ¹	0,771961
			USD/ECU 1,1042128*	
FIM		5,4222		5,98726
ATS		12,59		13,9020
SEK		7,9082		8,73234

¹ Les cours de la livre sterling et de la livre irlandaise par rapport au dollar sont exprimés en nombre de dollars par unité de monnaie nationale et non pas en nombre d'unités de monnaie nationale par dollar. Pour chacune de ces deux monnaies, le chiffre de la colonne (c) est par conséquent obtenu par multiplication de celui de la colonne (a) par celui de la colonne (b); et celui de la colonne (d) par division de la contre-valeur en dollars de l'écu (c'est-à-dire USD/ECU) par le taux de la colonne (b).

* La différence à hauteur d'une unité (c'est-à-dire 1,1042128 au lieu de 1,1042127) constatée dans le dernier chiffre significatif s'explique par le fait que les contre-valeurs en dollars des montants de monnaie nationale indiquées dans ce tableau ont été arrondies à la septième décimale, alors que le nombre des chiffres utilisés pour le calcul n'est pas limité.

ne pas correspondre, lorsqu'ils sont exprimés jusqu'au dernier chiffre significatif (le sixième), aux cours-pivots bilatéraux du MCE pré-annoncés, mentionnés dans le présent communiqué commun.

7. INSTITUT MONETAIRE EUROPEEN

Rapport sur la convergence

Le 25 mars 1998, l'IME a publié son « Rapport sur la convergence ». En produisant ce Rapport, l'IME se conforme à l'article 109 J (1) du Traité instituant la Communauté européenne qui stipule que l'IME fait rapport au conseil de l'UE « sur

les progrès faits par les Etats membres dans l'accomplissement de leurs obligations pour la réalisation de l'Union économique et monétaire ». Plus particulièrement, ce rapport examine si un degré élevé de convergence durable a été réalisé ainsi que la conformité aux obligations de caractère statutaire auxquelles doivent satisfaire les banques centrales nationales pour faire partie intégrante du Système européen de banques centrales.

Nous reproduisons ci-après le « résumé par pays » concernant la Belgique contenu dans ce Rapport.

« Au cours de la période de référence, la Belgique a enregistré un taux d'inflation IPCH de 1,4 p.c., soit un niveau nettement inférieur à la

valeur de référence stipulée dans le Traité. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre a été modérée et d'autres indices significatifs des prix font également état de faibles taux d'inflation.

En ce qui concerne le proche avenir, aucun signe de tensions à la hausse sur les prix n'est perceptible dans l'immédiat; les prévisions font état d'une inflation d'environ 1,5 p.c. en 1998 et 1999. Le franc belge participe au mécanisme de change européen depuis bien plus de deux ans. Il est resté globalement stable au cours de la période de référence, évoluant généralement à des cours proches de ses cours-pivots, qui sont restés inchangés, sans que des mesures destinées à soutenir le taux de change aient été nécessaires. Les taux d'intérêt à long terme se sont élevés à 5,7 p.c. et sont restés bien en deçà de la valeur de référence.

En 1997, la Belgique a enregistré un déficit budgétaire de 2,1 p.c. du PIB, soit un ratio inférieur à la valeur de référence, et devrait enregistrer une nouvelle baisse en 1998, à 1,7 p.c. Le ratio dette publique/PIB est nettement supérieur à la valeur de référence de 60 p.c. Après avoir atteint un maximum en 1993, il a diminué de 13 points de pourcentage pour revenir à 122,2 p.c. en 1997; en 1998, il devrait encore baisser et atteindre 118,1 p.c. du PIB. En dépit des efforts fournis et des progrès substantiels accomplis dans l'assainissement des situations budgétaires actuelles, la question de savoir si le ratio de dette publique/PIB va « diminuer suffisamment et approcher la valeur de référence à un rythme satisfaisant » et si le caractère durable de la situation budgétaire est réalisé est à l'évidence une préoccupation permanente : la réponse à cette question devra rester une priorité pour les autorités belges. Le maintien d'un surplus primaire d'au moins 6 p.c. du PIB chaque année et la réalisation de surplus budgétaires globaux notables et en hausse s'imposent pour réduire vigoureusement le ratio de la dette publique à 60 p.c. du PIB dans des délais raisonnables. Par comparaison, le déficit budgétaire enregistré en 1997 est de 2,1 p.c. du PIB et devrait revenir à 1,7 p.c. en 1998. Le pacte de stabilité et de croissance fixe également l'objectif à moyen terme d'une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent.

En ce qui concerne les autres facteurs, le ratio de déficit budgétaire a été supérieur au ratio investissements publics/PIB en 1996 et 1997 et

la Belgique a conservé d'importants excédents courants et une forte situation extérieure nette créditrice.

Les statuts de la Banque Nationale de Belgique ont été modifiés par la loi n° 1061/12-96/97. Dans l'hypothèse où des dispositions spécifiques afférentes, pour lesquelles une adaptation progressive est prévue, entreront en vigueur à la date prévue, les statuts de la Banque seront compatibles avec les exigences du Traité et des Statuts en vue de la phase III. L'IME prend note du fait que des adaptations de différentes autres lois sont prévues. »

Les personnes intéressées peuvent commander un exemplaire du présent rapport auprès de la Banque Nationale de Belgique, Service Documentation, boulevard de Berlaimont 14, (tél. : 02/221.20.41; fax : 02/221.30.42). Il est également disponible auprès de l'IME, Bureau de presse, Kaiserstrasse 29, D-60311 Frankfurt am Main (fax : 0049 69/27.227.404).

Avis du Conseil de l'Institut monétaire européen sur l'émission de monnaie électronique

En 1997, l'IME a effectué une nouvelle étude sur les conséquences de l'émergence de la monnaie électronique pour les économies de l'UE. Il a tout particulièrement tenu compte des nouvelles évolutions du marché et procédé à une analyse approfondie de leurs implications pour la politique monétaire. Les résultats de l'étude ont fourni la base de l'Avis du Conseil de l'IME sur l'émission de monnaie électronique¹ du 2 mars 1998, qui a été transmis à la Commission, et dont le texte figure ci-dessous.

1. Actuellement, la monnaie électronique n'est pas un phénomène très répandu. Toutefois, à long terme, on ne peut exclure que son développement ne soit plus marqué.

2. L'émission de la monnaie électronique aura probablement, à l'avenir, des implications significatives pour la politique monétaire. Les banques

¹ Cet avis a été adopté par une large majorité de membres du Conseil à l'exception du Danemark, de la Suède, du Royaume-Uni et du Luxembourg.

centrales de l'UE considèrent dès lors qu'il est important d'établir des règles claires sur les conditions d'émission de la monnaie électronique.

3. En 1994, le Conseil de l'IME a recommandé que seuls les établissements de crédit (conformément aux lois nationales) soient autorisés à émettre des cartes multi-prestataires prépayées¹. Toutefois, cette recommandation n'a pas été mise en application dans tous les Etats membres. Dans ce contexte, la Commission européenne a entamé en 1997 des travaux sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'émission de monnaie électronique par des institutions autres que des établissements de crédit, en particulier en vue d'octroyer le passeport européen à ces institutions.

4. A la lumière de l'évolution de ces dernières années et d'une réflexion plus approfondie sur le sujet, notamment au regard de l'efficacité de la politique monétaire et de considérations d'équité concurrentielle, et considérant que les fonds collectés en vue d'émettre de la monnaie électronique sont par nature remboursables, le Conseil de l'IME estime qu'il est essentiel que les conditions minimales suivantes soient respectées, quel que soit le statut de l'émetteur de monnaie électronique :

- le sens du terme de « monnaie électronique » doit être clairement défini et distinguer des cartes prépayées « monoprestataires » ou à « usage limité »;
- les émetteurs de monnaie électronique doivent être assujettis à un contrôle prudentiel;
- l'émission doit être effectuée dans le cadre d'accords juridiques solides et transparents et être assurée d'une sécurité technique, d'une protection contre la fraude à caractère criminel et à la restitution d'informations statistiques;
- sur le plan juridique, il faut imposer que la monnaie électronique soit remboursable à sa valeur nominale, ce qui implique que les émetteurs soient en mesure de la convertir en monnaie de banque centrale sur demande de son détenteur²;
- les banques centrales doivent avoir la possibilité d'assujettir à la constitution de réserves obligatoires tous les émetteurs de monnaie électronique, en particulier pour se préparer à un développement important de la monnaie électronique qui aurait une incidence significative sur la politique monétaire;

- en outre, un dispositif de garantie des systèmes de monnaie électronique pourrait être envisagé afin de protéger le grand public.

5. Dans ce contexte, et dans le prolongement de la recommandation de l'IME de 1994, la solution la plus naturelle consisterait à réserver l'émission de monnaie électronique aux établissements de crédit, ce qui éviterait de modifier le cadre institutionnel actuel de la politique monétaire et de l'activité bancaire. Plus spécifiquement, en vue de la transition vers l'Union monétaire, l'émission de monnaie électronique devrait être limitée aux « établissements de crédit » au sens de l'article 1 de la Première directive de coordination bancaire, dans la mesure où l'article 19.1 des statuts du SEBC, dans sa formulation actuelle, ne permet à la BCE d'imposer la constitution de réserves obligatoires qu'à ces institutions en phase III de l'UEM.

6. Dans le même temps, le Conseil de l'IME reconnaît que, en vertu de la définition d'« établissement de crédit » de la Première directive de coordination bancaire, ces institutions doivent « recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et octroyer des crédits pour leur propre compte »³. L'IME serait très favorable à une modification de la définition d'« établissement de crédit » de la Première directive de coordination bancaire qui permettrait aux institutions ne souhaitant pas effectuer d'opérations de crédit d'émettre de la monnaie électronique. L'équité concurrentielle serait ainsi assurée, en particulier parce que cela donnerait la garantie que tous les émetteurs de monnaie électronique seraient assujettis à une forme appropriée de

¹ Le rapport de l'IME de 1994 sur les « cartes prépayées » (p. 8) prévoit de permettre à des institutions ne présentant pas toutes les caractéristiques des établissements de crédit d'émettre des cartes prépayées multi-usages, sous certaines conditions dans des circonstances exceptionnelles (par exemple dans le cas de systèmes fonctionnant déjà avant que les conclusions du rapport aient été rédigées).

² Les détails concernant la contrainte de remboursement n'ont pas encore été définis. (Pour éviter des procédures trop lourdes, il peut être envisagé d'imposer une commission ou un montant minimum à partir duquel le détenteur pourra demander le remboursement de l'instrument de monnaie électronique. En outre, des difficultés logistiques pourraient éventuellement être surmontées en permettant le remboursement via les dépôts bancaires).

³ Le Conseil de l'IME reconnaît également que les définitions nationales d'« établissement de crédit » diffèrent selon les Etats membres et que, dans certains pays, il existe actuellement des émetteurs de monnaie électronique qui ne répondent pas aux définitions nationales respectives d'établissement de crédit.

contrôle prudentiel et qu'ils figureraient dans les institutions potentiellement tenues de constituer des réserves obligatoires auprès de la BCE.

7. Toutefois, au titre de disposition provisoire jusqu'à la modification de la Première directive de coordination bancaire, le Conseil de l'IME accepterait que les entités qui émettent déjà de la monnaie électronique mais ne répondent pas à la définition d'établissement de crédit au sens de cette Première directive, puissent continuer à offrir des services de paiements nationaux, à la condition qu'elles soient assujetties aux règles

définies ci-dessus au point 4, à l'exclusion, toutefois, de la constitution de réserves obligatoires¹.

8. Considérant le caractère mondial de l'émission de monnaie électronique, en particulier de la monnaie électronique sur réseau, qui fait donc courir le risque de délocalisation, l'IME souligne la nécessité d'une coordination internationale dans ce domaine.

Communications arrêtées au 30 mai 1998.

¹ Comme indiqué ci-dessus, une exception a déjà été prévue dans le rapport de l'IME sur les « cartes prépayées » de 1994. Il s'agit d'une clause permanente de droits acquis pour les systèmes qui avaient déjà été institués à cette époque. Il faudrait examiner si une telle clause pourrait être maintenue dans une version révisée de la Première directive de coordination bancaire pour ces systèmes, par exemple si leur nature devait rendre moins pertinente l'application de la législation bancaire qui en résulterait.

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

