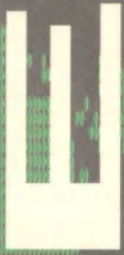


# ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

## BELGIQUE/LUXEMBOURG

### 1995



## **Les Études Économiques de l'OCDE**

### **Livres Électroniques**

L'OCDE, consciente de l'importance stratégique de l'édition électronique, publiera désormais, et ce dès la série 1994/1995, les **Études Économiques** de l'OCDE, pour les pays Membres et pour les pays d'Europe centrale et orientale sous la responsabilité du Centre pour la Coopération avec les Économies en Transition, sous forme de livres électroniques, reprenant l'intégralité des textes, tableaux et graphiques du périodique. Les informations apparaîtront à l'écran dans un format identique à celui de la version imprimée, y compris les graphiques en couleurs.

Le livre électronique, qui possède la qualité et la lisibilité de la version papier, utilise le logiciel ACROBAT (inclus dans la disquette), qui vous permettra de bénéficier des avantages suivants :

- Interface conviviale et fonctionnelle
- Index exhaustif pour une recherche rapide, comprenant une table des matières et la liste des tableaux et graphiques
- Fonctions «parcourir et rechercher»
- Zoom pour une lisibilité accrue des graphiques ou de la page
- Possibilité de couper/coller du texte
- Possibilité d'imprimer
- Volume réduit pour une plus grande facilité de transport et de classement

*Environnement de travail : DOS, Windows ou Macintosh.*

**Prix de l'abonnement :**      FF 1 800      \$US317      £200      DM 545

**Prix au numéro :**              FF 130        \$US24        £14        DM 40

**La série 1994/1995 complète sur CD-ROM :**

FF 2 000      \$US365      £220      DM 600

*Veillez envoyer votre commande aux Éditions Électroniques de l'OCDE, mais de préférence au Centre ou au distributeur de votre pays avec lequel vous avez souscrit votre abonnement à ce titre.*

**ÉTUDES  
ÉCONOMIQUES  
DE L'OCDE**

**1994-1995**

**BELGIQUE/LUXEMBOURG**

## **ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES**

En vertu de l'article 1<sup>er</sup> de la Convention signée le 14 décembre 1960, à Paris, et entrée en vigueur le 30 septembre 1961, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a pour objectif de promouvoir des politiques visant :

- à réaliser la plus forte expansion de l'économie et de l'emploi et une progression du niveau de vie dans les pays Membres, tout en maintenant la stabilité financière, et à contribuer ainsi au développement de l'économie mondiale ;
- à contribuer à une saine expansion économique dans les pays Membres, ainsi que les pays non membres, en voie de développement économique ;
- à contribuer à l'expansion du commerce mondial sur une base multilatérale et non discriminatoire conformément aux obligations internationales.

Les pays Membres originaires de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. Les pays suivants sont ultérieurement devenus Membres par adhésion aux dates indiquées ci-après : le Japon (28 avril 1964), la Finlande (28 janvier 1969), l'Australie (7 juin 1971), la Nouvelle-Zélande (29 mai 1973) et le Mexique (18 mai 1994). La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE (article 13 de la Convention de l'OCDE).

Published also in English.

© OCDE 1995

Les demandes de reproduction ou de traduction totales ou partielles de cette publication doivent être adressées à :

M. le Chef du Service des Publications, OCDE  
2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16, France.

# Tables des matières

## BELGIQUE

<b>Introduction</b>	1
<b>I. Une reprise vigoureuse</b>	3
Vue d'ensemble	3
Demande et production	6
Le marché du travail	9
Coûts et prix	16
Compétitivité internationale, commerce extérieur et balance des paiements	19
Perspectives à court terme	23
<b>II. La politique économique dans le contexte de la reprise</b>	26
Politique monétaire	27
Politique budgétaire	32
La réforme du système de sécurité sociale	39
Politique du marché du travail	41
Protection de la compétitivité	46
Autres politiques structurelles	48
<b>III. La réforme des marchés de capitaux</b>	50
Aperçu des marchés de capitaux avant la réforme	50
Les grands traits de la réforme	57
Les résultats	64
Les tâches à venir	85

<b>IV. Conclusions</b>	92
Notes	103
<i>Annexe</i>	
Chronologie économique	109
<b>Annexe statistique et indicateurs structurels</b>	147

## Tableaux

### *Texte*

1. Demande et production : évolution récente et prévisions	4
2. Taux de chômage standardisés	9
3. Chômage et programmes spéciaux	13
4. Principales données concernant le marché du travail	15
5. Coûts de la main-d'œuvre dans le secteur privé	18
6. Balance des paiements de l'UEBL	22
7. Budget des administrations publiques	34
8. Le coût budgétaire direct du chômage	45
9. Internationalisation du secteur bancaire	52
10. Position financière des principaux secteurs : épargne/investissement (ou solde financier)	53
11. Structure de la dette publique par détenteurs	54
12. Composition de la dette publique	55
13. Composition des flux financiers du secteur privé non financier	68
14. OLO et certificats de trésorerie par détenteurs	69
15. Structure du bilan du système bancaire	71
16. Le réseau bancaire	74
17. Guichets automatiques de banque par habitant	75
18. Frais de personnel en pourcentage du revenu brut des banques de l'OCDE	75
19. Rentabilité des banques	76
20. Fonds de placement collectif (OPCVM)	78

21. Émissions nettes de titres par les entreprises belges	79
22. Ratio dette/fonds propres des entreprises non financières	81

*Annexe statistique et indicateurs structurels*

A. Quelques statistiques rétrospectives	148
B. Produit intérieur brut	149
C. Compte des particuliers et des institutions privées sans but lucratif	150
D. Compte des sociétés	151
E. Compte des administrations publiques	152
F. Répartition géographique du commerce extérieur	153
G. Répartition par produit du commerce extérieur	154
H. Balance des paiements de l'UEBL	155
I. Structure de la production et indicateurs de performance	156
J. Indicateurs du marché du travail	158
K. Secteur public	159
L. Marchés financiers	160

## Graphiques

*Texte*

1. Vue générale de la reprise	5
2. Taux de chômage : comparaison internationale	10
3. Vue d'ensemble du marché du travail	11
4. Prix à la consommation	17
5. Compétitivité et échanges	20
6. Taux d'intérêt et taux de change	29
7. Évolution récente des taux d'intérêt et du taux de change	31
8. Position financière des administrations publiques	36
9. Écart entre les taux des certificats de trésorerie et le taux interbancaire	66
10. Structure financière des entreprises belges	82
11. Capitalisation boursière	87
12. Rendements obligataires en Belgique et au Luxembourg	89

**PAGE BLANCHE**



# Tables des matières

## LUXEMBOURG

<b>Introduction</b>	113
<b>I. La situation économique : une forte expansion, tirée par les exportations</b>	115
Vue d'ensemble	115
Demande et production	116
Le marché du travail	118
Coûts et prix	127
Secteur extérieur	130
Perspectives à court terme	131
<b>II. Politique économique : une situation budgétaire enviable</b>	133
Politique monétaire	133
Politique budgétaire	134
Autres politiques structurelles et évolution sectorielle	136
<b>III. Conclusions</b>	141
Notes	144
<i>Annexe</i>	
Chronologie économique	145
<b>Annexe statistique et indicateurs structurels</b>	161

## Tableaux

### *Texte*

1.	Demande et production : évolution récente et prévisions	117
2.	Emploi et chômage	126
3.	Les coûts de main-d'œuvre dans l'industrie	128
4.	Balance des opérations courantes	131
5.	Budget et dette des administrations publiques	135

### *Annexe statistique et indicateurs structurels*

A.	Quelques statistiques rétrospectives	162
B.	Produit national brut	163
C.	Marché du travail	164
D.	Structure de la production et indicateurs de performance	165
E.	Secteur public	166
F.	Marchés financiers	167

## Graphiques

### *Texte*

1.	Le marché du travail sur le long terme	119
2.	Taux de non-emploi : comparaison internationale	122
3.	Évolution du marché du travail	125
4.	Prix à la consommation	129
5.	Rendement des obligations au Luxembourg, en Belgique et en Allemagne	139

*Cette étude a été établie à partir d'un rapport préparé par le Secrétariat pour l'examen annuel de la Belgique et du Luxembourg par le Comité d'Examen des Situations Économiques et des Problèmes de Développement. Le Comité a approuvé la publication de l'étude du 8 juin 1995.*

•

*L'étude précédente de la Belgique et du Luxembourg a été publiée en janvier 1994.*

## STATISTIQUES DE BASE DE LA BELGIQUE (1993)

### LE PAYS

Superficie totale (milliers de km <sup>2</sup> )	30.5	Principales agglomérations (habitants), 1.1.1993 :	
Superficie agricole (milliers de km <sup>2</sup> ), 1992	13.7	Bruxelles	950 339
		Anvers	932 269
		Liège	594 091
		Gand	489 883

### LA POPULATION

Population (milliers), 1.1.1993	10 068	Population active totale (milliers), 1992	4 237
Densité au km <sup>2</sup>	330	Emploi intérieur total (milliers), 1992	3 753
Accroissement naturel net, 1992	19 358	Agriculture	89
Solde net des migrations, 1992	25 400	Industrie (y compris la construction)	1 021
		Autres activités	2 643

### LA PRODUCTION

Produit national brut (milliards de FB)	7 318	Origine du produit national brut aux prix du marché :	%
Produit national brut par habitant (\$US)	21 034	Agriculture	1.6
Investissements bruts fixes :		Industrie et énergie	22.5
- En % du PNB	17.8	Construction	5.1
- Par habitant (\$US)	3 734	Autres	70.8

### L'ÉTAT

Dépenses publiques courantes (% du PNB)	55.0	Composition de chambre des représentants : (nombre de sièges) :	
Recettes publiques courantes (% du PNB)	50.0	Socialistes	41
Dette nette du gouvernement (milliards de FB)	9 324	Sociaux-chrétiens	41
		Libéraux	39
		Autres	29
		Total	150
		Dernières élections : 21.5.1995.	

### LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Exportations totales de marchandises (% du PIB)	52.8	Importations totales de marchandises (% du PIB)	53.1
Principaux produits exportés (% du total), CTCI (UEBL) :		Principaux produits importés (% du total), CTCI (UEBL) :	
Produits sidérurgiques (67 + 68)	8.1	Produits sidérurgiques (67 + 68)	4.6
Produits chimiques (5)	15.6	Produits chimiques (5)	13.0
Machines et matériels (71 à 77)	11.7	Machines et matériels (71 à 77)	14.2
Produits textiles (65)	5.2	Produits textiles (65)	2.8
Matériel de transport (78 + 79)	15.8	Matériel de transport (78 + 79)	11.0
		Énergie (3)	7.5

### LA MONNAIE

Unité monétaire : Franc belge.		Nombre d'unités monétaires par \$US, moyenne journalière :	
		Année 1994	33.465
		Mai 1995	28.989

*Note :* On trouvera, dans un tableau de l'annexe, une comparaison internationale de certaines statistiques de base.

## STATISTIQUES DE BASE DU LUXEMBOURG (1993)

### LE PAYS

Superficie totale (km <sup>2</sup> )	2 586	Ville principale, nombre d'habitants :	
Superficie cultivée, 1991 (km <sup>2</sup> )	1 263	Luxembourg, 1.3.1991	75 883
Superficie forestière, 1991 (km <sup>2</sup> )	886		

### LA POPULATION

Population totale, 31.12.1993	400 900	Emploi intérieur total (milliers)	203.2
Densité au km <sup>2</sup>	155	Salariés (milliers):	187.0
Accroissement naturel net	1 438	Agriculture	1.6
Solde net des migrations	4 243	Industrie	57.2
		Services	128.1
		Employeurs, indépendants et aides familiaux	16.2

### LA PRODUCTION

Produit intérieur brut (milliards de francs)	347.6	Origine du produit intérieur brut aux prix du marché (%):	
Produit intérieur brut par habitant (\$US)	25 088	Agriculture	1.3
Investissements bruts fixes :		Industrie et énergie	22.3
- % du PIB	28.5	Construction	7.5
- par habitant (\$US)	7 145	Autres	68.9

### L'ÉTAT

Consommation publique (% du PIB)	17.7	Composition de la Chambre des députés :	
Recettes courantes des administrations publiques (% du PIB)	38.3	(nombre de sièges) :	
Dette du gouvernement central, 31.12.1993 (% du PIB)	2.2	Socialistes	17
		Sociaux-Chrétiens	21
		Démocrates	12
		Autres	<u>10</u>
		Total	60
		Dernières élections : 12.6.1994.	

### LA MONNAIE

Unité monétaire : Franc luxembourgeois.	Nombre d'unités monétaires par \$US, moyenne journalière :	
	Année 1994	33.4648
	Mai 1995	28.9894

*Note :* On trouvera, dans un tableau de l'annexe, une comparaison internationale de certaines statistiques de base.

## BELGIQUE

### **Introduction**

La Belgique est rapidement sortie de la grave récession de 1993 et ses résultats macroéconomiques d'ensemble se sont sensiblement améliorés. Le redressement de la conjoncture, qui s'est plus ou moins aligné sur la moyenne des autres pays de l'UE, a été tiré par un gonflement des exportations et, plus récemment, par une vive reprise de l'investissement des entreprises. En revanche, la consommation privée est restée hésitante, freinée par la situation précaire de l'emploi et par l'assainissement budgétaire qui ont entraîné une quasi-stagnation du revenu disponible réel. Le franc belge s'est montré généralement ferme, et l'excédent de la balance courante de l'UEBL a atteint un palier à plus de 5 pour cent du PIB. Le taux d'inflation a reculé et est l'un des plus faibles de la zone de l'OCDE. La progression des salaires et des coûts de main-d'œuvre s'est modérée, reflétant en grande partie des mesures prises par les pouvoirs publics – notamment la modification du système d'indexation des salaires et des réductions de cotisations de sécurité sociale – plutôt qu'un changement intrinsèque du mécanisme de formation des salaires. Le problème de l'amélioration du processus de formation des salaires est encore loin d'être réglé. Qui plus est, malgré diverses mesures visant à promouvoir l'emploi, la situation du marché du travail ne s'est que légèrement redressée et demeure médiocre – problème que la Belgique partage avec bon nombre d'autres pays européens.

Étant formulée dans une optique à moyen terme, la politique macroéconomique a gardé son orientation rigoureuse tout au long du dernier cycle, la marge de manœuvre pour soutenir directement l'activité économique étant limitée. L'étroit rattachement du franc belge au deutschemark a continué de fournir un précieux

point d'ancrage pour assurer la stabilité et, à l'exception de courtes périodes de tensions sur la monnaie, les taux d'intérêt sont restés raisonnablement proches des taux allemands. La conduite de la politique monétaire et le niveau des taux d'intérêt intérieurs ont eux aussi tiré profit de la réforme des marchés de capitaux. La toute première priorité de la politique budgétaire est l'assainissement des finances publiques afin de satisfaire aux critères de Maastricht, stratégie officialisée dans le Plan de convergence de 1992 qui fixait des objectifs annuels pour ramener le déficit des administrations publiques de quelque 7 pour cent en 1992 à 3 pour cent en 1996. Pour respecter ce calendrier et répondre à d'autres problèmes économiques sérieux, le gouvernement a adopté en novembre 1993 un « plan global » pour l'emploi, la compétitivité et la sécurité sociale, comportant d'importantes mesures structurelles – telles que la modification du système d'indexation des salaires, un financement alternatif partiel des coûts de main-d'œuvre non salariaux et un freinage des dépenses de sécurité sociale. Ce plan a contribué à réduire le déficit budgétaire – ramené à 5.3 pour cent du PIB l'an dernier alors que l'objectif révisé du Plan de convergence était de 5.7 pour cent – et à stabiliser le rapport dette/PIB – à un niveau supérieur il est vrai, à 130 pour cent, sur la base de la définition de Maastricht. Les autorités comptent ramener le déficit budgétaire à 3 pour cent en 1996, même si cela peut exiger des mesures complémentaires. De plus, le gouvernement a récemment suggéré de maintenir l'excédent primaire au-dessus de 6 pour cent du PIB pendant une période indéterminée au-delà de 1996, afin d'assurer la réduction requise du ratio dette/PIB.

Le chapitre I analyse rapidement les principales caractéristiques du cycle actuel avant d'examiner l'évolution récente et les perspectives. Après avoir décrit la politique et les conditions monétaires, puis les efforts faits par les autorités pour poursuivre l'assainissement des finances publiques, le chapitre II fait le point sur les réformes structurelles, notamment celles qui concernent la sécurité sociale, le marché du travail et la compétitivité internationale. Le chapitre III est consacré à la réforme des marchés de capitaux, qui s'est accompagnée d'une refonte des instruments et de la conduite de la politique monétaire et qui, en renforçant la crédibilité et en faisant baisser les taux d'intérêt, a largement contribué à la politique de monnaie forte et à l'assainissement budgétaire. Le chapitre IV résume les principaux points de l'Étude et présente des conclusions concernant l'action des pouvoirs publics.

# I. Une reprise vigoureuse

## Vue d'ensemble

Après une phase de fléchissement conjoncturel prononcé, l'économie a commencé à se redresser à un rythme solide et soutenu, de 2.3 pour cent en 1994 (tableau 1). Le point creux du cycle a été atteint au premier semestre de 1993, après une récession qui avait duré quatre trimestres au cours desquels l'écart entre la production effective et la production potentielle s'était creusé pour s'établir, selon les estimations du Secrétariat, à plus de 3 pour cent. La reprise a coïncidé avec le raffermissement des économies d'Europe continentale et elle en a été aussi largement le résultat. Le profil de croissance conjoncturelle n'a guère été différent de ceux de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas, en raison de l'ouverture de l'économie et de la place faite à ces pays dans les échanges de la Belgique.

La dernière récession a été, dans sa durée et dans son ampleur, assez comparable à celle qui l'avait précédée au début des années 80. La principale différence tient au fait que, dynamisée par le commerce mondial, la reprise actuelle est plus rapide : les échanges mondiaux, qui ont augmenté de 10 pour cent en 1994, n'avaient pratiquement pas progressé pendant la précédente reprise. En conséquence, le PIB avait retrouvé dès le deuxième semestre de 1994 le point haut auquel il s'établissait avant la récession, alors que, après la récession précédente, il avait fallu quatre ans pour que l'activité revienne à son niveau du début des années 80 (graphique 1, parties A et B).

L'amélioration de la conjoncture s'est reflétée par une remontée spectaculaire de l'indicateur avancé de la Banque nationale depuis avril 1993. Ce mouvement a été entièrement le fait du secteur manufacturier, qui a bénéficié du gonflement des exportations. L'utilisation des capacités dans les industries manufacturières s'est rapidement redressée et était déjà, en mars 1995, légèrement



Tableau 1. **Demande et production : évolution récente et prévisions**

Pourcentage de variation annuelle, aux prix de 1985

	Prix courants de 1991 (milliards de francs belges)	Pourcentage du PIB	1993	1994	1995	1996
<b>A. Demande et production</b>						
Consommation privée	4 243.0	62.9	-1.0	0.7	1.9	2.3
Consommation publique	1 005.6	14.9	1.9	1.6	1.0	0.7
Formation brute de capital fixe	1 314.5	19.5	-5.9	-0.3	6.5	4.3
Demande intérieure finale	6 563.1	97.3	-1.6	0.6	2.6	2.5
Formation de stocks <sup>1</sup>	-8.9	-0.1	-0.1	0.9	0.1	0.1
Demande intérieure totale	6 554.2	97.2	-1.7	1.6	2.7	2.6
Exportations de biens et de services	4 846.5	71.9	1.6	6.3	5.6	5.4
Importations de biens et de services	4 657.3	69.1	1.6	5.5	5.6	5.4
Balance extérieure <sup>1</sup>	189.2	2.8	0.0	0.7	0.0	-0.1
PIB à prix constants			-1.7	2.3	2.7	2.6
Indice implicite des prix du PIB			4.4	2.2	2.2	2.2
PIB à prix courants	6 743.4	100.0	2.6	4.5	5.0	4.9
<b>B. Pour mémoire</b>						
Indice implicite des prix de la consommation privée			2.6	2.4	1.9	2.0
Rémunération par salarié dans le secteur privé			4.1	2.5	2.7	2.8
Emploi total			-1.3	-0.4	0.5	0.9
Taux de chômage <sup>2</sup>			8.6	9.7	9.6	9.1
Ventilation de la formation brute de capital fixe						
Secteur public	101.9	1.5	1.2	6.6	3.0	3.0
Secteur privé résidentiel	324.9	4.8	-2.0	1.3	1.0	1.9
Privé non résidentiel	887.7	13.2	-8.4	-2.0	9.5	5.5
Taux d'intérêt à court terme			8.2	5.7	5.5	5.6
Taux d'intérêt à long terme			7.2	7.7	8.0	7.7
Balance des opérations courantes (en pourcentage du PIB) <sup>3</sup>			5.4	5.4	5.8	5.8

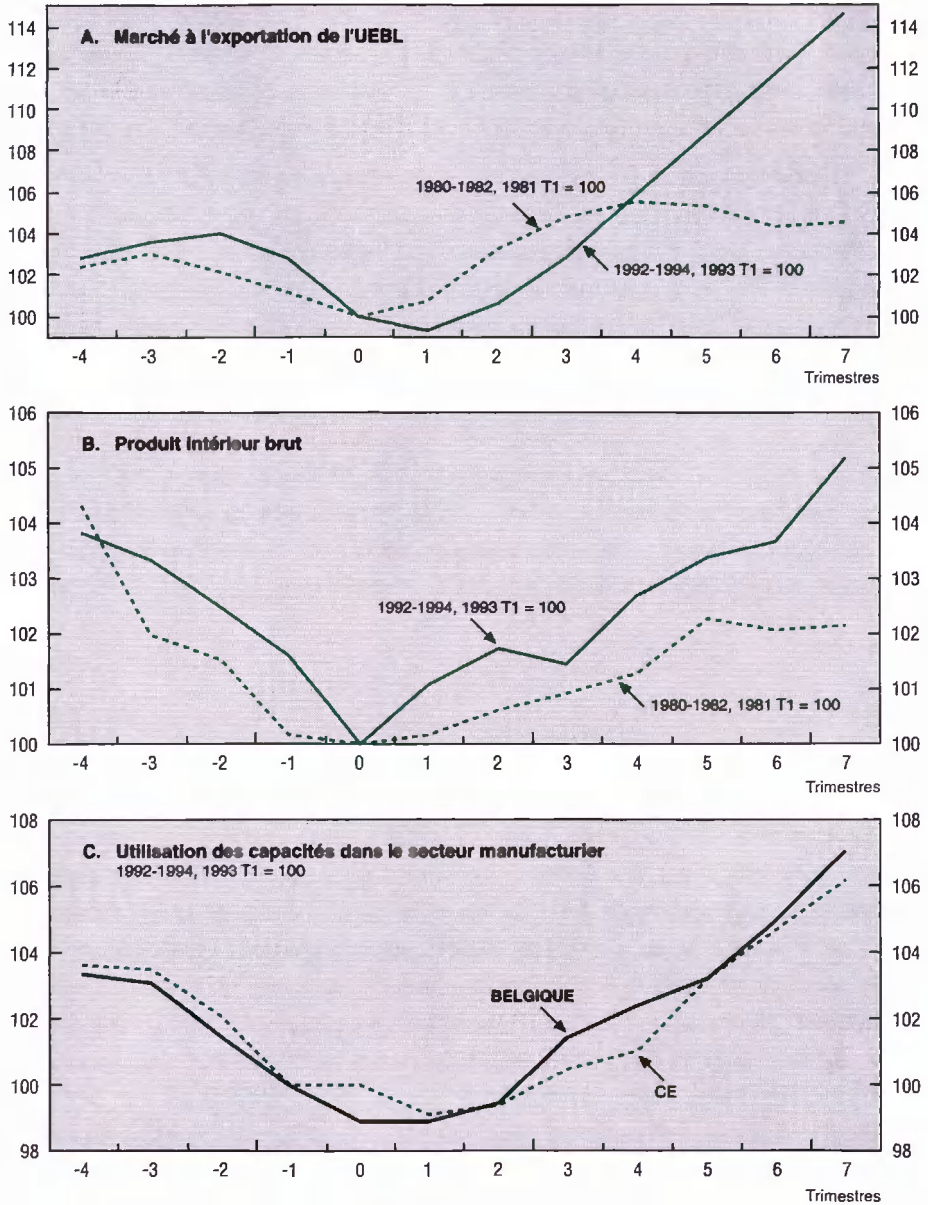
1. Contribution à la croissance du PIB.

2. Chômage standardisé.

3. Balance pour l'UEBL.

Source : Secrétariat de l'OCDE.

Graphique 1. VUE GÉNÉRALE DE LA REPRISE



Source : Banque Nationale de Belgique, Eurostat et OCDE.

supérieure à son précédent sommet, et à plus de 7 points au-dessus du point bas observé au premier semestre de 1993 (graphique 1, partie C). Bien que l'utilisation des capacités n'ait pas constitué une contrainte importante, l'investissement a amorcé un fort mouvement de hausse au second semestre de 1994. La production des autres secteurs, notamment l'énergie et les services aux entreprises, s'est raffermie dans le sillage de la reprise de l'activité dans le secteur manufacturier.

L'écart de production s'est resserré avec la reprise, mais le PIB était encore en 1994 inférieur de 2½ pour cent à son potentiel, ce qui explique en grande partie l'absence de tensions inflationnistes. Le chômage est resté largement supérieur au NAWRU<sup>1</sup> et a continué de ce fait d'exercer des pressions à la baisse sur les négociations de salaires. Le mouvement de désinflation semble cependant avoir commencé à s'affaiblir, les prix à la production ayant augmenté dans la ligne du redressement conjoncturel. Il n'en est cependant pas encore résulté une accélération de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation, qui, sur les douze derniers mois, n'atteignait que 1.4 pour cent en mai 1995. Comme nous le verrons, de graves tensions sur la boucle prix-salaires semblent peu probables cette année et l'an prochain, car l'écart de production pourrait rester significatif, les salaires sont gelés en termes réels et le franc belge s'est apprécié.

## **Demande et production**

La reprise a été jusqu'à présent tirée par une forte croissance des exportations, alors que la demande intérieure continuait de manquer de dynamisme. Le raffermissement de l'activité économique internationale a entraîné une expansion du marché à l'exportation de l'UEBL dans le secteur des produits manufacturés, de plus de 9 pour cent en 1994. Les exportateurs belges ont également bénéficié de leur spécialisation dans la fabrication de produits semi-finis, pour lesquels la demande est généralement forte au tout début des phases de reprise. Malgré une érosion de leur compétitivité internationale et des pertes de parts de marché, les exportations de biens et de services ont augmenté en volume de 6.3 pour cent en 1994. Les importations ont été gonflées par la forte teneur en importations des exportations, mais elles ont été quelque peu freinées par la faiblesse de la dépense intérieure et se sont accrues de 5.5 pour cent. Au total, le secteur extérieur a contribué pour 0.7 point à la croissance du PIB.

Les stocks ont eux aussi joué un rôle non négligeable au tout début de la reprise et ont contribué en 1994 pour près de 1 point à la croissance du PIB. Les entreprises avaient régulièrement réduit leurs stocks les années précédentes, en partie du fait du ralentissement conjoncturel de l'activité mais grâce aussi à une gestion plus efficiente. Les enquêtes montrent que bon nombre de chefs d'entreprise ont entrepris de reconstituer leurs stocks l'an dernier face à l'accroissement de la demande et à la hausse des cours des produits de base.

Le secteur des ménages n'a que peu contribué à la présente reprise. Il n'y a là rien de très étonnant au tout début d'une phase de reprise, le revenu disponible ne suivant pas immédiatement l'accélération de l'activité. De plus, les mesures prises dans le Plan global pour améliorer les finances du secteur public ont eu une forte incidence négative sur le revenu disponible. L'ajustement du mécanisme d'indexation des salaires et les relèvements des impôts directs et indirects ont entraîné une quasi-stagnation du revenu disponible réel en 1994. Du côté des consommateurs, la propension à la dépense est restée faible en raison du niveau élevé du chômage, du gel des salaires réels en 1995-96 et de l'adoption probable de nouvelles mesures restrictives l'an prochain. La consommation privée n'a progressé que de 0.7 pour cent en 1994, et le taux d'épargne, bien qu'en léger repli, est resté à un niveau historiquement élevé – plus de 22 pour cent. La consommation de biens non durables est demeurée stationnaire, tandis que celle de biens durables se redressait légèrement après avoir fortement chuté en 1993. Certains signes indiquent un raffermissement de la consommation à la fin de 1994, le volume des ventes de détail au quatrième trimestre ayant été supérieur de 3.2 pour cent (taux désaisonnalisé) à son niveau des trois mois précédents, marqués, il faut le reconnaître, par une faiblesse exceptionnelle des ventes en raison du beau temps. La consommation pourrait cependant être restée de nouveau modérée au premier trimestre 1995 lorsque la composante commerce de l'indicateur avancé de la Banque nationale s'est repliée.

Soutenu par la position financière saine des ménages, l'investissement résidentiel a légèrement augmenté en 1994 après avoir fléchi l'année précédente. Cette augmentation a été en partie liée à la baisse des taux des prêts hypothécaires au début de l'année, qui s'est traduite par un gonflement des emprunts de ce type sur l'ensemble de l'année 1994. Face au fort retournement à la hausse des rendements obligataires à partir de février, il est possible que les ménages aient avancé leurs décisions d'investissement, par crainte d'une remontée des taux

hypothécaires. Les emprunts ainsi contractés ont principalement servi à des améliorations des habitations ou à l'achat de logements existants (les derniers n'étant pas inclus dans le PIB) et les mises en chantier n'ont augmenté que légèrement. Le programme de logements sociaux dans la région de la Flandre a lui aussi contribué à relancer l'activité dans ce secteur.

Bien que les dépenses publiques aient été freinées par le processus d'assainissement budgétaire, l'investissement du secteur public s'est accru de 6.8 pour cent en 1994, contre 1.2 pour cent l'année précédente<sup>2</sup>. L'accélération de l'investissement en 1993 a été principalement le fait des collectivités locales, qui ont intensifié leurs dépenses avant les élections locales de 1994. Une accélération identique était également intervenue six ans plus tôt avant les précédentes élections locales. En 1994, la consommation publique s'est ralentie du fait de la progression plus modérée des salaires et des pensions. L'emploi dans le secteur public a reculé de 15 000 personnes, principalement du fait de l'abolition de la conscription.

Bien que s'étant redressé au dernier trimestre, l'investissement fixe des entreprises s'est contracté en moyenne de 2 pour cent en 1994. L'investissement s'inscrivant en forte baisse depuis 1991, la croissance du stock global de capital a marqué une décélération, passant de 4.3 pour cent en 1990 à 2.3 pour cent en 1994, d'après les calculs du Secrétariat de l'OCDE. Rapporté au PIB, l'investissement des entreprises est tombé à 11.8 pour cent, restant cependant sensiblement plus élevé que pendant la première moitié des années 80. La tendance des investissements pourrait avoir amorcé un retournement de grande ampleur au second semestre de l'année. Sur la base des déclarations de TVA, l'investissement sur les trois mois se terminant en novembre dépassait de 3.2 pour cent son niveau de l'année précédente en raison d'une augmentation de l'investissement non industriel. Les investissements dans le secteur des transports et des communications sont restés particulièrement dynamiques du fait de la construction d'un réseau de liaisons ferroviaires à grande vitesse. L'investissement dans le secteur manufacturier s'est raffermi pendant la même période, bien que l'investissement industriel total ait fléchi, l'investissement dans le secteur de l'énergie ayant diminué de près de moitié après plusieurs années d'expansion ininterrompue. La hausse de l'investissement est liée à une amélioration de la rentabilité et à un redressement de la demande, qui ont permis aux sociétés d'émettre plus facilement des actions. Les taux de profit ont sensiblement augmenté depuis 1993, les

prix à la production ayant augmenté plus vite que les coûts de production. L'activité dans le secteur de la construction s'est notablement affaiblie en 1993 et 1994, principalement du fait du marasme de la construction non résidentielle, qui semble maintenant s'être interrompu. Les perspectives de ce secteur se sont améliorées du fait du redressement des investissements des entreprises.

## Le marché du travail

Malgré la reprise de l'activité et diverses initiatives des pouvoirs publics dans ce domaine (voir le chapitre II), le marché du travail, sérieusement mis à mal par la récession, ne s'est amélioré que de manière marginale. Il est classique que les conditions de l'emploi ne réagissent qu'avec un important retard aux modifications de l'activité économique, et la situation de la Belgique à cet égard est largement comparable à celle des autres pays de l'UE (tableau 2 et graphi-

Tableau 2. Taux de chômage standardisés

	1970-79	1980-89	1990-92	1992	1993	1994	Avril 1995 <sup>1</sup>
	Moyennes annuelles						
<b>Belgique</b>	<b>4.8</b>	<b>10.8</b>	<b>7.4</b>	<b>7.7</b>	<b>8.6</b>	<b>9.7</b>	<b>9.8</b>
Finlande	3.6	4.9	8.0	13.0	17.7	18.2	16.5
Irlande	..	15.9 <sup>3</sup>	14.5	15.5	15.6	14.7	14.4
Pays-Bas	3.6	9.7	6.7	5.6	6.2	7.2	7.4
Norvège	1.7	2.7	5.5	5.9	6.0	5.4	5.2
Portugal	..	7.3 <sup>3</sup>	4.3	4.1	5.5	6.8	6.9
Espagne	4.2	17.5	16.7	18.1	22.4	23.8	23.5
Suède	2.0	2.5	3.0	4.8	8.2	8.0	7.6 <sup>2</sup>
Petits pays européens de l'OCDE	3.3 <sup>4</sup>	9.2 <sup>3</sup>	8.3	9.3	11.3	11.7	11.4
Allemagne	2.3	6.0	4.6	4.6	6.1	6.9	6.8
France	3.8	9.0	9.6	10.4	11.6	12.5	12.2 <sup>2</sup>
Royaume-Uni	4.3	10.0	8.6	10.1	10.5	9.6	8.6 <sup>2</sup>
Italie	6.3	9.5	10.2	10.5	10.2	12.0	11.8
Pays européens de l'OCDE	3.7 <sup>4</sup>	9.3 <sup>3</sup>	8.4	9.4	10.9	11.5	10.9

1. Il s'agit en partie d'une estimation.

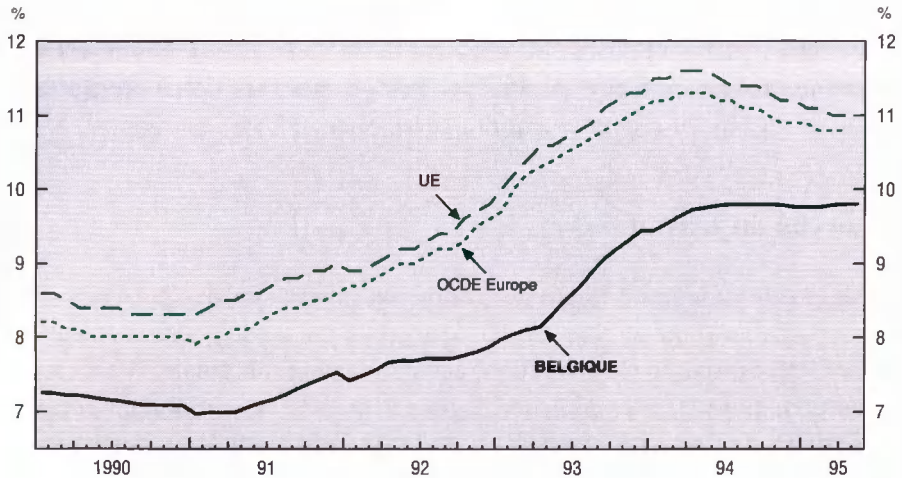
2. Mars 1995.

3. 1983-89.

4. Sauf Portugal et Irlande.

Source : OCDE, *Statistiques de la population active*.

Graphique 2. **TAUX DE CHÔMAGE<sup>1</sup> : COMPARAISON INTERNATIONALE**



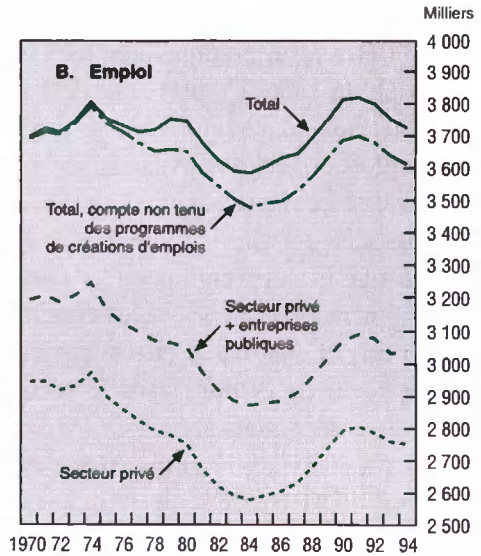
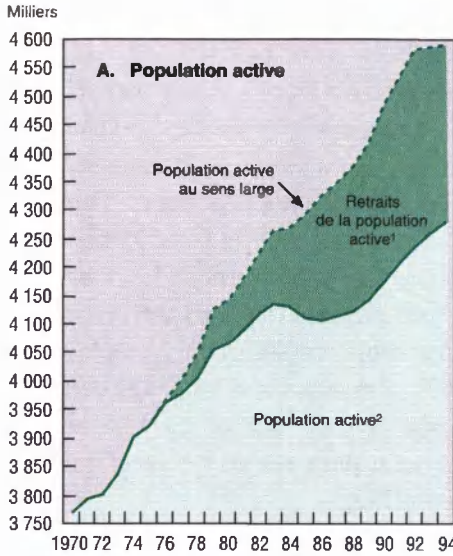
1. Taux standardisé.

Source : OCDE, *Principaux indicateurs économiques*.

que 2). Néanmoins, la persistance d'un fort chômage est préoccupante, dans la mesure notamment où l'expérience passée donne à penser qu'en présence de rigidités et de distorsion le chômage conjoncturel tend à devenir structurel. Les résultats de l'an dernier ont été particulièrement négatifs si l'on en juge par les chiffres officiels de la fin du mois de juin, indiquant la poursuite de tendances récessionnistes, c'est-à-dire un recul ou une stagnation de l'emploi, une décélération de la population active et une montée du chômage. Néanmoins, sur une base mensuelle, certains indicateurs du marché du travail ont commencé à s'améliorer au second semestre de l'année et cette tendance s'est poursuivie dans les premiers mois de 1995.

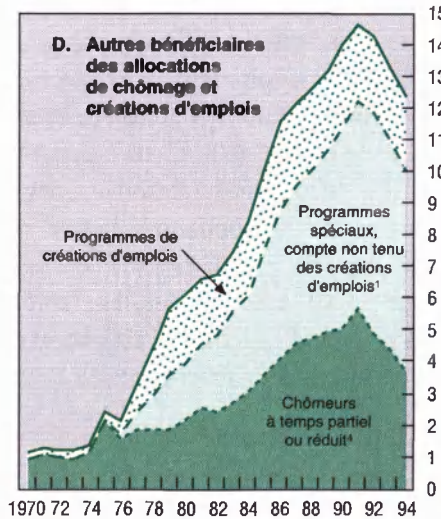
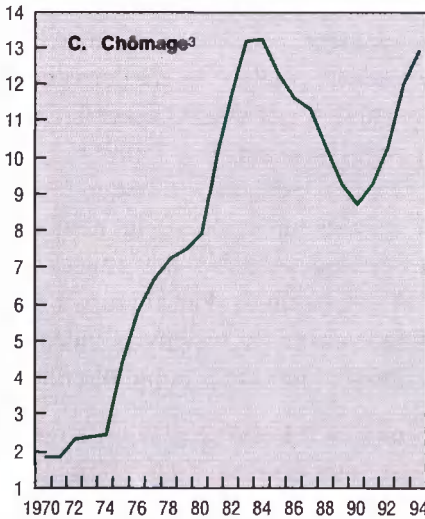
Au milieu de 1994, l'emploi total était plus faible qu'un an plus tôt, mais la perte d'emplois (27 000) était inférieure de moitié environ à celle de l'année précédente (graphique 3, partie B). Dans le secteur privé, l'une des caractéristiques marquantes de la période récente a été le rôle grandissant de l'emploi temporaire, qui a continué de progresser tout au long du cycle – encore que son

Graphique 3. VUE D'ENSEMBLE DU MARCHÉ DU TRAVAIL



Pourcentage de la population active

Pourcentage de la population active au sens large<sup>5</sup>



1. Personnes en retraite anticipée, chômeurs âgés dispensés de rechercher un emploi et autres dispenses.
  2. Total des personnes ayant un emploi et des chômeurs.
  3. Population active en chômage.
  4. Travailleurs saisonniers et à temps partiel qui sont au chômage.
  5. Population active + bénéficiaires de programmes spéciaux, compte non tenu des créations d'emplois.
- Source : Ministère de l'Emploi et du Travail.



niveau de départ ait été très faible – et qui représentait 1 pour cent de l'emploi total au milieu de 1994. En équivalent temps plein, l'emploi dans le secteur privé pourrait être resté pratiquement inchangé en 1994, principalement du fait d'une réduction du chômage partiel et du nombre de travailleurs à temps partiel. Dans les industries manufacturières, le processus de restructuration s'est poursuivi et des emplois ont été à nouveau supprimés, même si, s'agissant de la sous-traitance de services, ce mouvement a largement correspondu à un déplacement d'emplois d'un secteur à l'autre. L'emploi dans le secteur public a été particulièrement affecté par la suppression de la conscription. En conséquence, les tendances récentes n'ont guère corrigé les conditions sous-jacentes défavorables, et le marché du travail continue d'être marqué par une faible croissance de l'emploi et un recul effectif de celui-ci dans le secteur des entreprises sur les vingt dernières années. Ce fléchissement est partiellement imputable à l'incapacité du secteur des services à créer des emplois en nombre suffisant pour remplacer ceux qui sont supprimés dans les secteurs primaire et secondaire.

La croissance de la population active a continué de se ralentir en 1994, un tassement progressif du taux d'activité ayant plus que neutralisé l'incidence positive des facteurs démographiques. La lourdeur persistante du marché du travail semble avoir freiné l'exercice d'une activité, malgré le changement progressif d'orientation de l'action des pouvoirs publics, qui visent désormais moins à réduire le taux d'activité qu'à accroître la population active et l'emploi (chapitre II). En raison du durcissement des programmes spéciaux – tels que le retrait temporaire de la population active ou la retraite anticipée –, le nombre de bénéficiaires de ces dispositifs, qui s'était stabilisé au début des années 90, a diminué en 1993 et l'an dernier (tableau 3 et graphique 3). Par ailleurs, l'exclusion d'un grand nombre de chômeurs de longue durée du système d'indemnisation du chômage (voir ci-après) a limité la progression de la population active.

Malgré la sévérité de la récession, le taux de chômage n'a pas augmenté plus rapidement que la moyenne de l'UE, peut-être en raison des efforts accrus faits par le gouvernement pour durcir les conditions d'admission aux allocations de chômage et réduire leur générosité. Le taux de chômage standardisé, qui avait commencé à s'inscrire en hausse en 1991, s'est établi à 9.7 pour cent en moyenne en 1994. Il est cependant resté à peu près stable tout au long de l'année, à un taux nettement inférieur à la moyenne de l'Union européenne. En avril 1995, il était encore de 9.8 pour cent. L'amélioration des conditions du marché du travail n'a

Tableau 3. **Chômage et programmes spéciaux**<sup>1</sup>

Milliers

	1982	1985	1990	1991	1992	1993	1994
<b>I. Chômage au sens étroit<sup>2</sup></b>	490	506	365	391	436	511	554
<b>II. Autres catégories de chômeurs</b>	80	146	230	231	240	214	178
Chômeurs saisonniers («chômeurs partiels»)	57	48	25	36	38	48	36
Chômeurs à temps partiel («chômeurs à temps réduit»)	23	98	205	195	202	166	142
<b>III. Bénéficiaires de programmes spéciaux</b>	193	296	463	462	463	436	420
Personnes dispensées de chercher un emploi :							
En raison de leur âge («chômeurs âgés»)	0	38	72	74	74	75	74
Pour des raisons sociales («interruption de chômage»)	0	0	51	60	59	46	42
Personnes en congé spécial («interruption de carrière»)	0	0	49	51	61	58	54
Personnes en retraite anticipée («prépension»)	109	143	163	158	151	146	141
Bénéficiaires d'une création directe d'emploi («remise au travail»)	84	115	128	119	118	111	109
<b>IV. Chômage au sens large (I + II + III)</b>	763	947	1 058	1 084	1 139	1 161	1 152
En pourcentage de la population active au sens large <sup>3</sup>	18.0	22.1	23.4	23.8	24.8	25.3	25.1
<i>Pour mémoire :</i>							
<b>V. Chômage au sens large en équivalent temps complet</b>	625	777	867	889	941	955	964

1. Sur la base des inscriptions, chiffres de la fin juin.

2. «Population active en chômage».

3. Population active + personnes dispensées de chercher un emploi + personnes en congé spécial + personnes en retraite anticipée.

Source : Ministère de l'Emploi et du Travail et Banque nationale de Belgique.

jusqu'à présent concerné que certaines catégories de chômeurs, notamment les chômeurs à court terme et les jeunes, en raison des mesures spéciales prises à l'intention des personnes de moins de 26 ans (plan d'embauche des jeunes). L'une des principales caractéristiques du chômage belge reste sa forte incidence sur les jeunes et les femmes (avec des taux de chômage de l'ordre de 18 et 11 pour cent respectivement en 1993) et, plus encore, sur le chômage de longue

durée, l'un des plus élevés de la zone de l'OCDE. Néanmoins, rapporté au chômage total, le chômage de longue durée a rapidement diminué – passant de près de 70 pour cent en 1990 aux alentours de 53 pour cent en 1993 –, les autorités ayant durci les conditions d'indemnisation, ce qui s'est traduit par l'exclusion du système d'assurance-chômage de 53 000 chômeurs de longue durée en 1992-93 et de 20 000 autres l'an dernier<sup>3</sup>. Au total, du fait de cette mesure, le nombre de chômeurs de longue durée a été réduit de quelque 30 pour cent par rapport à son niveau de 1990. La dispersion régionale du chômage est elle aussi très déséquilibrée, le taux de chômage en Wallonie étant presque deux fois supérieur au taux observé en Flandre<sup>4</sup>.

Comme on l'a déjà vu dans de précédentes Études, les mesures traditionnelles du chômage ne donnent qu'une image imparfaite de l'ensemble des problèmes du marché du travail en Belgique. Une définition plus large couvrant, outre le chômage type (définition étroite), les personnes relevant de programmes spéciaux, bien que n'étant pas en soi totalement satisfaisante<sup>5</sup>, peut fournir d'utiles informations complémentaires. Depuis 1983, un grand nombre de travailleurs bénéficient de divers programmes publics qui leur permettent soit de devenir inactifs (et de quitter la population active), soit d'obtenir le statut de chômeur partiel, soit encore d'accéder à des emplois partiellement subventionnés. Après avoir culminé en 1992 (700 000, soit 15 pour cent de la population active au sens large), le nombre des chômeurs relevant de ces programmes a fortement diminué au cours des deux dernières années, puisque, on l'a vu, l'axe des politiques du marché du travail a été modifié et que nombre de ces programmes ont été durcis (graphique 3). Ainsi, malgré la sévère récession de 1993 et la montée du chômage de définition étroite, le chômage de définition large est resté pratiquement stable au cours des trois dernières années, aux alentours de 25 pour cent de la population active au sens large (tableau 3). Le non-emploi – c'est-à-dire la différence entre la population en âge de travailler et l'emploi, en pourcentage de la première – est lui aussi resté stable au début des années 90 et se situe à 43 pour cent, ce qui est élevé par rapport aux autres pays (tableau 4). Le non-emploi est plus particulièrement élevé pour les travailleurs âgés, les jeunes et les travailleurs peu qualifiés, encore que, dans le cas des jeunes, il soit pour une large part imputable aux taux de scolarisation plus élevés que dans la plupart des autres pays de l'UE. A moins de 33 pour cent en 1993, le taux d'emploi des travailleurs âgés (55 à 64 ans) était le plus faible de la zone de l'OCDE.

Tableau 4. Principales données concernant le marché du travail

	Total				Hommes				Femmes			
	1980-89	1990-92	1991	1992	1980-89	1990-92	1991	1992	1980-89	1990-92	1991	1992
Taux de croissance annuelle moyenne												
<b>Population active</b>												
Belgique	0.4	0.7	0.7	0.6	-0.4	0.2	0.3	-0.1	1.6	1.6	1.4	1.7
UE <sup>1</sup>	0.8	0.7	0.5	0.1	0.2	0.1	0.0	-0.5	1.7	1.6	1.2	1.0
<b>Emploi total</b>												
Belgique	0.0	0.4	0.1	-0.4	-0.7	-0.3	-0.4	-1.0	1.4	1.4	0.9	0.5
UE <sup>1</sup>	0.4	0.5	0.1	-0.9	-0.1	-0.4	-0.7	-1.7	1.3	1.8	1.3	0.3
Taux moyens annuels				Parts moyennes annuelles dans le total								
<b>Chômage<sup>2</sup></b>												
Belgique	11.1	9.4	9.3	10.3	42	41	41	42	58	60	59	58
UE <sup>1</sup>	9.9	8.9	8.8	9.4	51	49	49	50	48	51	51	50
Parts moyennes annuelles dans le total												
<i>dont : chômage de longue durée<sup>3</sup></i>												
Belgique	65	63.5	61.6	59								
UE <sup>1</sup>	54	n.d.	n.d.	n.d.								
En pourcentage de la population en âge de travailler												
<b>Non-emploi<sup>4</sup></b>												
Belgique	45	43	43	43	31	32	32	33	59	54	54	54
UE <sup>1</sup>	40	37	37	38	25	25	25	27	54	49	48	48

1. Sauf Grèce, Irlande, et Luxembourg.

2. Taux standardisés.

3. Personnes connaissant une période de chômage de plus de 12 mois, en pourcentage du chômage (standardisé) total.

4. Écart entre la population en âge de travailler et l'emploi, en pourcentage de la population en âge de travailler.

Source : OCDE, *Statistiques de la population active*.

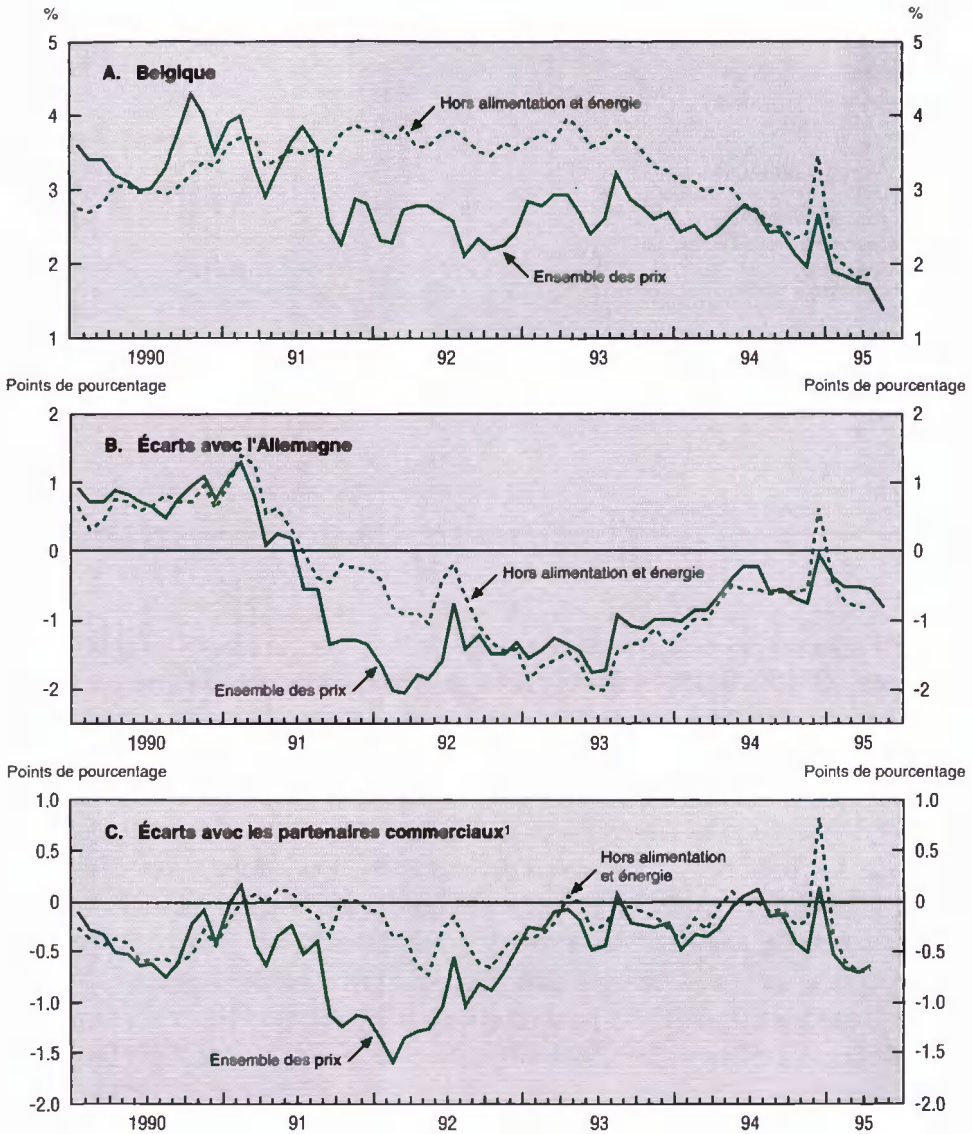
## Coûts et prix

Le taux d'inflation a reculé comme dans les autres pays de l'UE. En 1994, les prix à la consommation n'ont augmenté que de 2.4 pour cent, contre 2.8 pour cent l'année précédente (graphique 4, partie A). Des mesures d'ordre budgétaire – relèvement des droits d'accise sur les combustibles et le tabac et augmentation de 1 point du taux normal de la TVA, porté à 20.5 pour cent – ont contribué pour 0.7 point au taux de croissance général des prix. Celui-ci s'est encore ralenti au début de 1995 lorsque les mesures budgétaires de l'année précédente ne sont plus entrées en ligne de compte dans la comparaison d'une année sur l'autre, et en mai les prix ne dépassaient que de 1.4 pour cent leur niveau de l'année précédente, soit un taux inférieur à la moyenne des principaux partenaires commerciaux de la Belgique (graphique 4, parties B et C).

La décélération de l'inflation s'explique principalement par un ralentissement de la hausse des prix des produits non alimentaires et des augmentations de loyers. L'inflation sous-jacente – hors produits alimentaires et énergétiques – n'était plus que de 1.5 pour cent au début de 1995, contre 3 pour cent un an plus tôt, en raison de l'appréciation du franc belge, de la stabilisation des coûts unitaires de main-d'œuvre et du manque de dynamisme des ventes de détail. Les hausses de loyers suivent une tendance régulièrement décroissante depuis le début de 1994, moment où les loyers ont été indexés sur l'indice-santé et non plus sur l'indice global des prix à la consommation. Elles sont cependant encore sensiblement plus fortes que le taux d'inflation en raison des ajustements de loyer opérés lors de la signature de nouveaux baux.

Les mesures prises dans le cadre du plan global (voir le chapitre II) ont contribué à ralentir le taux d'inflation, principalement en réduisant les coûts de main-d'œuvre. Ces mesures ont été introduites en partie en raison de l'accord interprofessionnel pour 1993-94 signé en décembre 1992, qui, compte tenu des accords conclus au niveau de la branche et de l'entreprise, s'est traduit par une hausse des salaires réels de 0.9 pour cent en 1993 et de 1.4 pour cent en 1994 (tableau 5). Le gouvernement craignait que des relèvements des salaires réels de cette ampleur, s'ils s'accompagnaient de l'indexation normale, compromettent la compétitivité du pays, et il a pris des mesures pour les contrebalancer. Ainsi, les effets des conventions salariales sur les coûts ont été limités par une réduction des cotisations de sécurité sociale et par une modification du système d'indexa-

Graphique 4. **PRIX A LA CONSOMMATION**  
Variation sur 12 mois



1. Moyenne pondérée en fonction de la ventilation géographique des importations et des exportations de la Belgique avec la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

Source : OCDE, *Principaux indicateurs économiques*.

Tableau 5. **Coûts de la main-d'œuvre dans le secteur privé**<sup>1</sup>

Pourcentage de variation

	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>2</sup>
<b>Rémunération par salarié</b> (équivalents temps complet)	7.2	8.6	6.8	4.0	2.6
Facteurs de variation :					
Indexation	3.3	3.5	2.7	2.6	1.4
Hausses de salaires fixées par les conventions collectives	2.0	2.3	2.3	0.9	1.4
Glissement des salaires	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Cotisations patronales de sécurité sociale	0.0	0.3	-0.3	0.2	-0.7
Autres facteurs <sup>3</sup>	1.3	1.8	1.4	-0.2	0.0
<b>Productivité par salarié</b> (équivalents temps complet)	1.9	3.4	3.6	0.2	2.6
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>	5.2	5.1	3.1	3.8	0.0

1. Entreprises privées et publiques.

2. Estimation partielle.

3. Y compris les hausses de salaires n'entrant pas dans le cadre des conventions collectives.

Source : Banque nationale de Belgique.

tion des salaires. Selon la Banque nationale de Belgique, la baisse des cotisations patronales à la sécurité sociale a réduit la rémunération par salarié d'environ 0.7 pour cent en 1994. Cette mesure visait particulièrement les secteurs exposés à la concurrence internationale et a surtout affecté les basses rémunérations. De plus, un nouvel indice de salaires, l'indice santé, a été adopté; il exclut le tabac, l'alcool, l'essence et le diesel. De ce fait, le taux d'indexation des salaires a été réduit de 1.3 pour cent, dont 1 pour cent en 1994. Les salaires sont désormais moins tributaires des prix de l'énergie, et les éventuels chocs pétroliers futurs risquent moins d'entraîner des explosions salariales. Tout bien considéré, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur privé ont été à peu près stables en 1994, grâce en partie à une forte hausse de la productivité liée au raffermissement de la conjoncture. L'accord salarial récemment conclu pour 1995-96 exclut toute augmentation des salaires réels, conformément au gel décidé dans le cadre du plan global.

Les coûts de production se sont alourdis en raison de la hausse des cours mondiaux des produits de base, bien que l'appréciation du franc ait limité l'incidence de ce phénomène sur le secteur manufacturier belge. Le raffermisse-

ment de l'activité a cependant permis aux chefs d'entreprise d'élargir leurs marges bénéficiaires et les prix à la production sur le marché intérieur (TVA non comprise), après une baisse en 1993, se sont de nouveau inscrits en hausse. Néanmoins, les mouvements des prix à la production n'ont pas affecté l'indice des prix à la consommation, les détaillants ne les ayant pas répercutés.

## **Compétitivité internationale, commerce extérieur et balance des paiements**

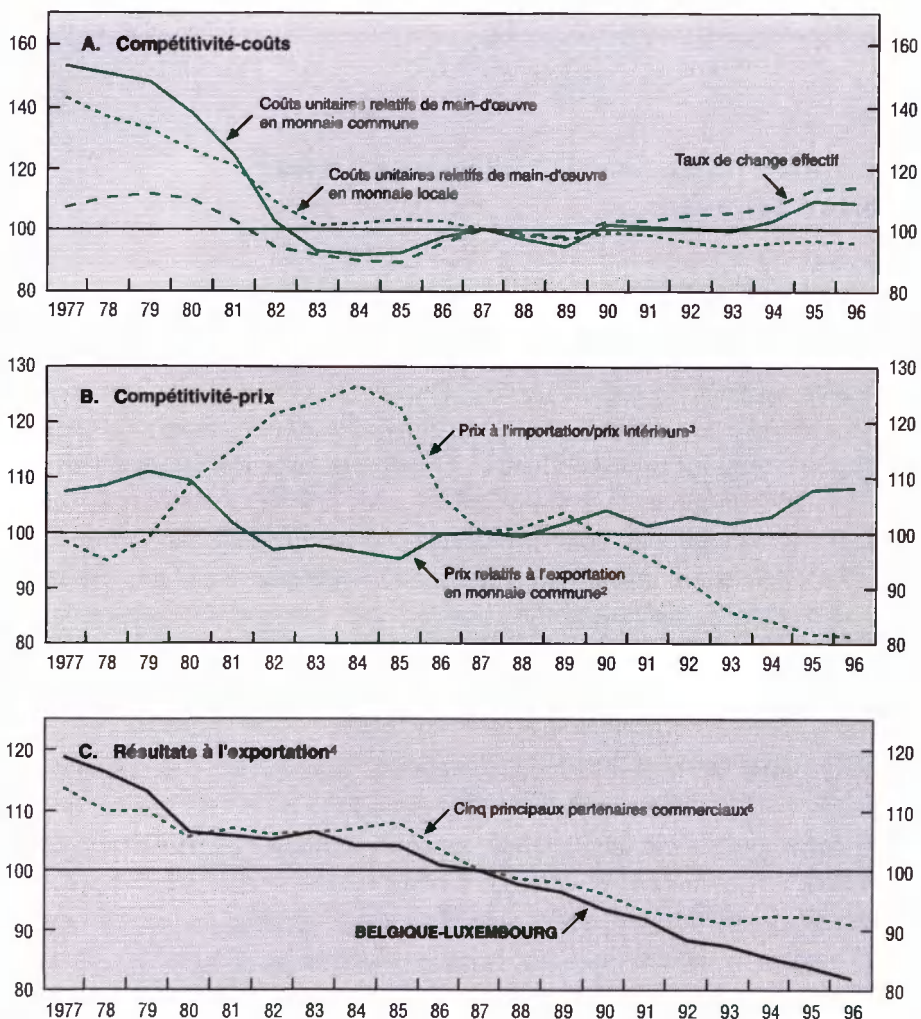
Pour une petite économie ouverte comme la Belgique, où les exportations et les importations représentent un pourcentage très élevé du PIB et où les autorités appliquent une politique de monnaie forte qui rend probable une appréciation tendancielle du franc belge en termes effectifs, la compétitivité internationale revêt une importance capitale. La compétitivité a naturellement de multiples aspects, dont certains correspondent à des facteurs largement intangibles – tels que la qualité et la réputation. Si on limite l'analyse à des variables plus quantifiables, il s'agit, en un mot, pour la Belgique d'éviter que les coûts de production (en termes nominaux et en monnaie locale) augmentent moins vite que la moyenne de ceux de ses partenaires commerciaux, sans avoir à réduire l'emploi pour donner un coup de fouet à la productivité. Selon le Secrétariat de l'OCDE, cet objectif n'a pas été totalement atteint en 1994, et il se pourrait bien que la compétitivité de la Belgique soit à nouveau entamée cette année.

Sous l'effet de la reprise économique, la productivité s'est sensiblement améliorée l'an dernier et, on l'a vu, différentes mesures ont réduit les coûts de main-d'œuvre par salarié, de sorte que les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les industries manufacturières pourraient avoir reculé de quelque 1½ pour cent. Néanmoins, comme les partenaires commerciaux de la Belgique ont en moyenne fait encore mieux et que le franc belge a continué de s'apprécier en termes effectifs, les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre exprimés dans une monnaie commune ont légèrement augmenté, ce qui implique une dégradation de la compétitivité (graphique 5, partie A). D'autres indicateurs – tels que les prix à l'exportation des produits manufacturés exprimés dans une monnaie commune et les prix des importations par rapport aux prix intérieurs – signalent également une érosion de la compétitivité (graphique 5, partie B). En mars de cette année, les partenaires sociaux sont arrivés à une conclusion plus ou moins analogue lors



## Graphique 5. COMPÉTITIVITÉ ET ÉCHANGES<sup>1</sup>

Indice 1987 = 100



1. Les chiffres pour 1995 et 1996 sont des prévisions du Secrétariat de l'OCDE.

2. Produits manufacturés.

3. Prix à l'importation de l'ensemble des biens et services divisés par le déflateur de la demande intérieure totale.

4. Rapport entre les volumes d'exportation de produits manufacturés et les marchés d'exportation pour ces produits.

5. Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Pays-Bas.

Source : Secrétariat de l'OCDE.

de leur évaluation périodique de la position concurrentielle du pays prévue par la «loi de sauvegarde de la compétitivité». Ils ont également évalué la compétitivité du point de vue des taux d'intérêt (coûts financiers), des coûts énergétiques, de l'investissement fixe des entreprises, de l'investissement public et de la R-D, mais sur ces bases les résultats ont été mitigés. Si l'investissement public a plus augmenté en Belgique que dans cinq (ou sept) pays partenaires choisis en 1994, l'investissement fixe des entreprises a reculé en Belgique et progressé dans les pays partenaires. Les prix de l'énergie sont restés relativement faibles en Belgique, mais il en a été de même pour la R-D financée par le secteur public en pourcentage du PIB. Enfin, s'agissant des taux d'intérêt, la situation ne s'est pas sensiblement modifiée.

Depuis une vingtaine d'années, l'UEBL perd régulièrement des parts de marché à l'exportation. Jusqu'à ces derniers temps, il en était allé plus ou moins de même pour ses cinq principaux partenaires commerciaux européens, et l'on considérait que ces tendances sous-jacentes reflétaient des facteurs largement structurels tels que l'émergence des Économies dynamiques d'Asie et, plus récemment, la participation accrue des pays d'Europe de l'Est au commerce international. L'an dernier cependant, alors que l'UEBL continuait de perdre des parts de marché, les résultats à l'exportation de ses cinq partenaires se sont améliorés (graphique 5, partie C)<sup>6</sup>. Cette évolution défavorable de la compétitivité et des résultats à l'exportation devrait se poursuivre cette année avant de marquer un palier en 1996, l'appréciation du franc belge en termes effectifs au début de cette année, due principalement à la faiblesse du dollar et de plusieurs monnaies européennes, ne devant pas être compensée par la baisse des coûts relatifs unitaires du travail, en monnaie locale. Les pertes de parts de marché à l'exportation se sont cependant accompagnées d'un ralentissement de la pénétration des importations sur le marché intérieur par rapport aux autres pays de la zone de l'OCDE. Une explication possible en est que si nombre de pays ont accru leurs parts d'importations et d'exportations au cours des dix dernières années du fait de l'ouverture progressive de leurs économies, l'UEBL, étant déjà une économie très ouverte, a été moins affectée par le processus de mondialisation. Une autre explication pourrait être la structure de la production de l'UEBL où prédominent les petites et moyennes entreprises. Ces entreprises ont du mal à pénétrer les marchés étrangers, mais leur flexibilité leur permet de s'adapter plus facilement à l'évolution de la demande sur le marché intérieur.

Malgré la dégradation de la compétitivité et les pertes de parts de marché, l'excédent de la balance courante s'est élargi au cours des dernières années pour dépasser 400 milliards de francs belges, soit 5.4 pour cent du PIB, en 1994 (tableau 6). Ce résultat tient principalement à l'amélioration des termes de l'échange qui, selon la Banque nationale de Belgique, a représenté 180 milliards de francs belges, soit près de 60 pour cent de l'amélioration de la balance courante entre 1987 et 1994. L'an dernier, la balance commerciale a elle aussi bénéficié de la tendance divergente des pressions de la demande par rapport aux partenaires commerciaux. Le gonflement des exportations a été principalement lié à la reprise des économies d'Europe continentale. La croissance des importations s'est elle aussi accélérée, mais moins vigoureusement du fait de l'atonie persistante de la demande intérieure. La balance des opérations invisibles a continué de bénéficier de la présence des institutions européennes en Belgique et au Luxembourg, ainsi que des activités du secteur financier du grand-duché. L'accroissement des exportations de services de transport et d'autres services aux entreprises a également contribué à l'amélioration de la balance des opérations invisibles en 1994. Le revenu des investissements s'est lui aussi raffermi, en

Tableau 6. **Balance des paiements de l'UEBL**  
En milliards de francs belges, sur la base des transactions

	1988-89	1990-92	1992	1993	1994 <sup>1</sup>
<b>Opérations courantes</b>	137.5	166.7	212	392	410
<i>dont</i> : Opérations sur marchandises	99.0	78.3	114	204	221
<b>Opérations en capital<sup>2</sup></b>	-146.5	-54.3	-18	-1 030	-33
Investissements directs	41.0	70.7	73	229	265
Opérations de portefeuille	-170.5	68.7	34	-10	-487
Autres opérations en capital	-17.0	-193.7	-125	-1 249	189
<b>Erreurs et omissions</b>	-13.5	-4.3	64	-22	-77
<b>Balance des règlements officiels</b>	-23.5	109.0	258	-660	300
Opérations en capital en monnaies étrangères des pouvoirs publics <sup>3</sup>	-42.5	44.0	103	-446	147
Mouvements des réserves officielles <sup>4</sup>	19.0	65.0	155	-214	153

1. Estimations.

2. + = entrées de capitaux ; - = sorties.

3. + = diminution des engagements des administrations publiques en monnaies étrangères.

4. + = augmentation des réserves.

Source : Banque nationale de Belgique.

partie du fait des excédents passés de la balance courante et en partie du fait de l'évolution des taux d'intérêt. Aux États-Unis, les taux d'intérêt à court terme ont commencé à s'inscrire en hausse en 1994, alors qu'ils baissaient encore en Belgique. En revanche, le revenu des investissements a souffert de l'appréciation du franc belge. En raison principalement de l'augmentation des transferts à l'UE, le déficit au titre des transferts nets s'est creusé de plus de 20 milliards de francs belges en 1994.

Le compte des opérations en capital a été marqué en 1994 par les importants ajustements de portefeuille effectués par les investisseurs internationaux. La décision de la Réserve fédérale des États-Unis de relever les taux d'intérêt à court terme au début de 1994 et la chute ultérieure des cours mondiaux des obligations se sont traduits par des ventes massives de titres publics par des non-résidents qui redoutaient d'importantes pertes en capital. Les investisseurs belges ont semblé moins redouter d'éventuelles moins-values et ont accru leurs avoirs en obligations étrangères, encouragés par l'accentuation de la pente de la courbe des rendements. De plus, le léger relèvement de la retenue belge à la source pourrait avoir rendu les titres étrangers plus attrayants. Ces sorties ont été partiellement compensées par des entrées à court terme, les investisseurs étrangers s'étant portés sur des instruments du marché monétaire. De plus, les fortes sorties nettes de capitaux à court terme qui se sont produites en 1993 lorsque le franc belge subissait des pressions à la baisse se sont inversées alors que le franc est retourné à son taux central par rapport au deutschemark au début de 1994 et que les investisseurs ont dénoué leurs positions spéculatives. Les emprunts du secteur public en devises, qui avaient augmenté en 1993, ont diminué l'an dernier, du fait de l'amélioration des marchés des changes et du raffermissement du franc belge. Au total, l'excédent de la balance courante n'a pas été totalement compensé par des sorties nettes de capitaux, et la balance des règlements officiels a dégagé un excédent de l'ordre de 150 milliards de francs belges, ce qui a permis à la Banque nationale d'accroître ses réserves officielles<sup>7</sup>.

## **Perspectives à court terme**

La croissance devrait se poursuivre, la demande intérieure se substituant progressivement aux exportations comme élément moteur de l'activité. L'indicateur précurseur de la Banque nationale de Belgique a nettement fléchi durant les

quatre premiers mois de l'année, mais le taux d'utilisation des capacités dénote un renforcement de l'activité au premier trimestre. L'enquête sur les intentions des entreprises réalisée à la fin de 1994 a fait apparaître une très forte augmentation des projets d'investissements fixes dans les industries manufacturières cette année – plus de 20 pour cent en termes nominaux. En conséquence, la dynamique expansionniste lancée par le gonflement des exportations de l'an dernier devrait encore plus que compenser l'incidence légèrement restrictive de la récente appréciation du franc belge en termes effectifs. La politique macroéconomique ne devrait pas affecter sensiblement l'activité. Le budget 1995 n'a apporté que des mesures correctives mineures et bien que les taux d'intérêt à court terme puissent s'inscrire légèrement en hausse l'an prochain parallèlement aux taux allemands, les taux longs pourraient rester à peu près à leurs niveaux actuels, là encore dans la lignée des taux allemands (voir le chapitre II).

On prévoit que le PIB réel augmentera d'un peu plus de 2½ pour cent cette année et l'an prochain, taux légèrement supérieur au potentiel. Après avoir reculé pendant quatre années consécutives, l'investissement fixe des entreprises devrait se redresser fortement, notamment dans le secteur manufacturier, principal bénéficiaire du dynamisme des exportations, où l'utilisation des capacités est déjà supérieure au niveau du précédent sommet conjoncturel – un peu plus de 80 pour cent – et dont la trésorerie s'est sensiblement améliorée. On peut estimer que la baisse récente des taux à long terme soutiendra l'investissement résidentiel, qui, en Belgique, est habituellement très sensible aux taux hypothécaires. Il pourrait en résulter un raffermissement de la consommation privée et une expansion plus diversifiée l'an prochain, même si la consommation publique continue d'être freinée par l'assainissement budgétaire. Les exportations s'essouffant un peu du fait d'une dégradation de la compétitivité internationale et d'une croissance plus faible des marchés étrangers, et les importations restant soutenues parallèlement à la demande intérieure, la contribution nette de la balance extérieure à la croissance du PIB devrait devenir légèrement négative en 1996.

Le chômage devrait reculer, mais seulement de manière progressive, sous l'effet conjugué de l'expansion économique et des diverses mesures prises par les autorités pour réduire les coûts de main-d'œuvre et améliorer le fonctionnement du marché du travail en général. Étant donné les ressources encore importantes de main-d'œuvre inutilisée, le gel des salaires réels en 1995-96 imposé par le plan global et l'appréciation du franc belge, il ne semble pas que l'on ait à

redouter de sérieuses tensions sur les salaires et sur les prix. Malgré un certain glissement des salaires, la progression des rémunérations pourrait rester inférieure à 3 pour cent et la hausse des prix à la consommation pourrait se stabiliser aux alentours de 2 pour cent. L'érosion de la compétitivité internationale ne devrait pas empêcher l'excédent de la balance courante de l'UEBL de s'élargir encore pour atteindre  $5\frac{3}{4}$  pour cent du PIB, grâce à une amélioration des termes de l'échange.

Ainsi qu'il est normal pour une petite économie ouverte comme la Belgique, les projections dépendent étroitement de la situation conjoncturelle des pays voisins et de l'expansion du commerce international. Ceci mis à part, l'une des principales incertitudes concerne le taux d'épargne qui, malgré un léger repli, devrait se maintenir à un niveau historiquement élevé, la confiance étant entamée par la situation du chômage et les incertitudes concernant l'adoption de nouvelles mesures budgétaires. Une autre incertitude importante est l'incidence des modifications récentes du taux de change sur les exportations et l'investissement, qui pourrait être plus grave que ne le prévoient les projections. Ces incertitudes ne devraient pas, semble-t-il, affecter grandement les conclusions des projections à moyen terme du Secrétariat de l'OCDE qui, sur la base de politiques inchangées, tablent sur la disparition presque totale de l'écart de production d'ici l'an 2000, sans que les principaux problèmes de l'économie belge – c'est-à-dire l'ampleur du chômage et le niveau élevé du ratio dette publique/PIB – aient été réglés de manière satisfaisante.

## **II. La politique économique dans le contexte de la reprise**

Avec l'amélioration de la conjoncture, la politique économique de rigueur suivie par les autorités belges – durement mise à l'épreuve pendant la période de turbulences sur les marchés des changes et la récession en 1993 – s'avère de plus en plus positive. Cette politique s'articule autour de trois grands objectifs : réduire progressivement le déficit budgétaire de l'État et la dette publique par rapport au PIB, préserver la compétitivité internationale du pays et maintenir un lien étroit entre le franc belge et le deutschemark. Depuis le début des années 90, plusieurs trains de mesures budgétaires ont été nécessaires pour compenser les effets du ralentissement de l'activité sur les finances publiques, et, en novembre 1993, le gouvernement a mis en place le « plan global » pour l'emploi, la compétitivité et la sécurité sociale, qui continue de s'appliquer à la plupart des secteurs de l'économie. Grâce à la mise en œuvre résolue de cette politique, des progrès importants ont été accomplis vers l'objectif prioritaire des autorités, qui est de satisfaire aux critères de Maastricht et de participer dès le départ à l'Union économique et monétaire (UEM). Toutefois, sa réalisation nécessitera de manière quasi certaine un effort structurel supplémentaire dans le domaine des finances publiques : en 1994, le déficit des administrations publiques a reculé plus fortement en Belgique que dans la plupart des autres pays de l'UE, mais, aux alentours de 5¼ pour cent du PIB, le déficit était encore largement supérieur au plafond fixé par Maastricht ; quant au ratio dette/PIB, le plus élevé de l'UE, il a été seulement stabilisé. Sur le plan monétaire, le franc belge est resté généralement proche de son taux central vis-à-vis du deutschemark, et il a traversé relativement sans encombre la nouvelle période de turbulences qu'ont connue les marchés des changes au début de cette année, les taux d'intérêt intérieurs n'étant soumis qu'à des pressions modérées. La compétitivité internationale a continué d'être menacée par l'appréciation tendancielle du franc belge, mais l'excédent de

la balance courante, rapporté au PIB, se situe à des niveaux sans précédent, qui en font l'un des plus élevés de la zone de l'OCDE. En revanche, malgré la reprise économique et les diverses mesures destinées à promouvoir l'emploi, les conditions du marché du travail ne se sont que lentement améliorées et restent généralement peu satisfaisantes, avec un niveau très élevé de non-emploi.

Ainsi que le notait la précédente Étude, la fédéralisation du pays a entraîné le transfert aux communes et aux régions de la responsabilité de mettre en œuvre bon nombre d'aspects de la politique économique, notamment dans les domaines de l'emploi et du chômage, des travaux publics et du logement social. Il est encore trop tôt pour évaluer l'incidence de ce changement institutionnel sur les résultats macroéconomiques. Les autorités belges estiment que, d'une manière générale, la fédéralisation n'aura pas d'effets macroéconomiques directs, et ce pour deux raisons. Les principaux aspects de la politique macroéconomique relèvent encore de la compétence du gouvernement fédéral. Ainsi, le plan global a été mis au point par les autorités fédérales. De plus, le transfert de compétences s'est fait progressivement, sans rupture visible d'aucune sorte. Dans le cas des travaux publics et du logement social, les ressources financières transférées aux entités fédérées ont été jusqu'à présent déterminées en fonction de la configuration actuelle des dépenses au niveau fédéral. Il est néanmoins possible que dans certains domaines la mise en œuvre de la politique ait été rendue plus difficile, au moins pendant la période de transition, et notamment lorsque des niveaux d'administration différents et plusieurs communes et régions sont en cause. Un exemple type est la politique du marché du travail, dans la mesure où les réglementations concernant le chômage et la législation du travail relèvent toujours de la responsabilité du gouvernement fédéral, les régions et les communes étant pour leur part chargées des mesures liées à la recherche d'emploi. En conséquence – comme dans d'autres domaines – des accords de coopération ont été conclus entre le gouvernement fédéral et les régions, et la plupart des problèmes pratiques ont pu être réglés.

## **Politique monétaire**

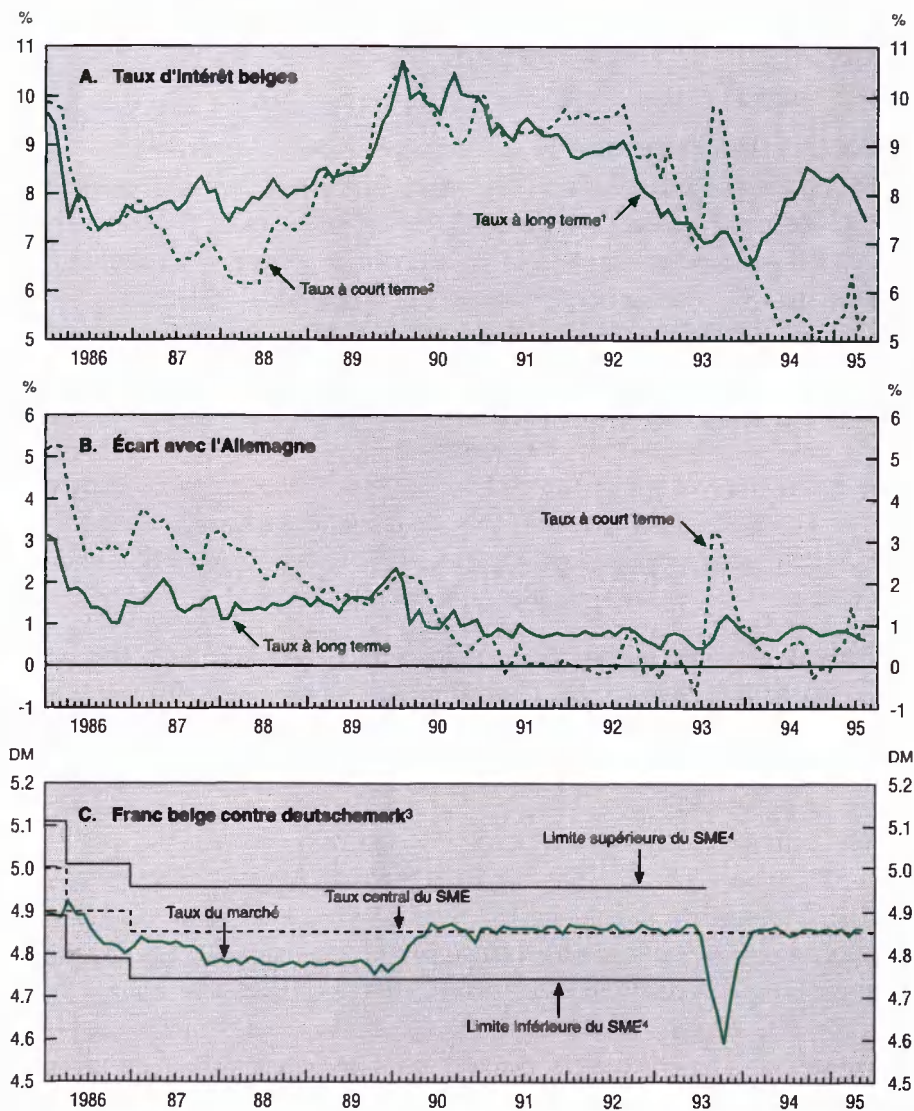
L'engagement – officiellement pris en juin 1990 – de rattacher étroitement le franc belge aux monnaies fondamentalement les plus fortes du mécanisme de change a été réaffirmé après l'assouplissement de ce mécanisme en août 1993.



Néanmoins, si la décision d'élargir les marges de fluctuation du mécanisme de change «n'impliquait aucune modification de la stratégie de la politique monétaire belge»<sup>8</sup>, elle exigeait une flexibilité accrue dans la conduite effective de la politique de change. Cet ajustement tactique, conjugué au fait que la Banque nationale était prête à relever les taux d'intérêt chaque fois que l'exigeaient les conditions du marché des changes, a donné les résultats escomptés, comme en témoigne la tenue du franc belge pendant la dernière période de tensions qu'a connu le mécanisme de change au mois de mars de cette année. En conséquence, depuis la crise de courte durée de 1993, le lien étroit entre le franc belge et le deutschemark a été généralement maintenu, les taux d'intérêt belges ne dépassant que légèrement les taux allemands équivalents. Si la situation du marché monétaire a été relativement calme, les taux d'intérêt à long terme se sont fortement redressés en 1994, dans la ligne des taux étrangers, bien que ces derniers mois ils se soient infléchis de nouveau.

Après avoir momentanément chuté au deuxième semestre de 1993 – pour s'établir à un niveau inférieur de quelque 6½ pour cent à son taux central vis-à-vis du deutschemark – le franc belge s'est redressé aussi rapidement qu'il s'était affaibli, et à la fin de janvier 1994 il était à nouveau à parité avec le deutschemark (graphique 6, partie C). Plusieurs facteurs ont contribué à ce brutal renversement des flux internationaux de capitaux et de la position du franc belge sur les marchés des changes. Le relèvement énergique des taux d'intérêt à court terme opéré par la Banque nationale pendant l'été 1993 – le taux central a été relevé de près de 4 points en plusieurs étapes – a souligné la détermination sans faille des autorités à maintenir le lien étroit avec le deutschemark, comme elles en avaient officiellement pris l'engagement. Un peu plus tard, le plan global – axé sur l'assainissement budgétaire et la sauvegarde de la compétitivité internationale – a été bien reçu par les investisseurs internationaux et a encore amélioré le climat du marché. Un autre facteur positif a été le niveau élevé et croissant de l'excédent de la balance courante de l'UEBL. Le raffermissement de la confiance dans le franc belge a été ensuite consolidé par l'amélioration de la conjoncture et les progrès accomplis sur la voie de la réduction du déficit du secteur public. De plus, les tensions s'apaisant, les autorités monétaires ont réduit les taux du marché monétaire, mais seulement de manière progressive et en veillant à ne pas compromettre la fermeté retrouvée du franc belge (graphique 6, partie A). Le taux central est revenu en mai 1994 au niveau du taux des prises en pension de la Bundesbank,

Graphique 6. TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE



1. Obligations publiques à long terme.
2. Euro-franc belge à trois mois.
3. Nombre de deutschemarks pour 100 francs belges.
4. Le 2 août 1993, la limite supérieure a été relevée à 5.63 deutschemarks et la limite inférieure a été abaissée à 4.17 deutschemarks.

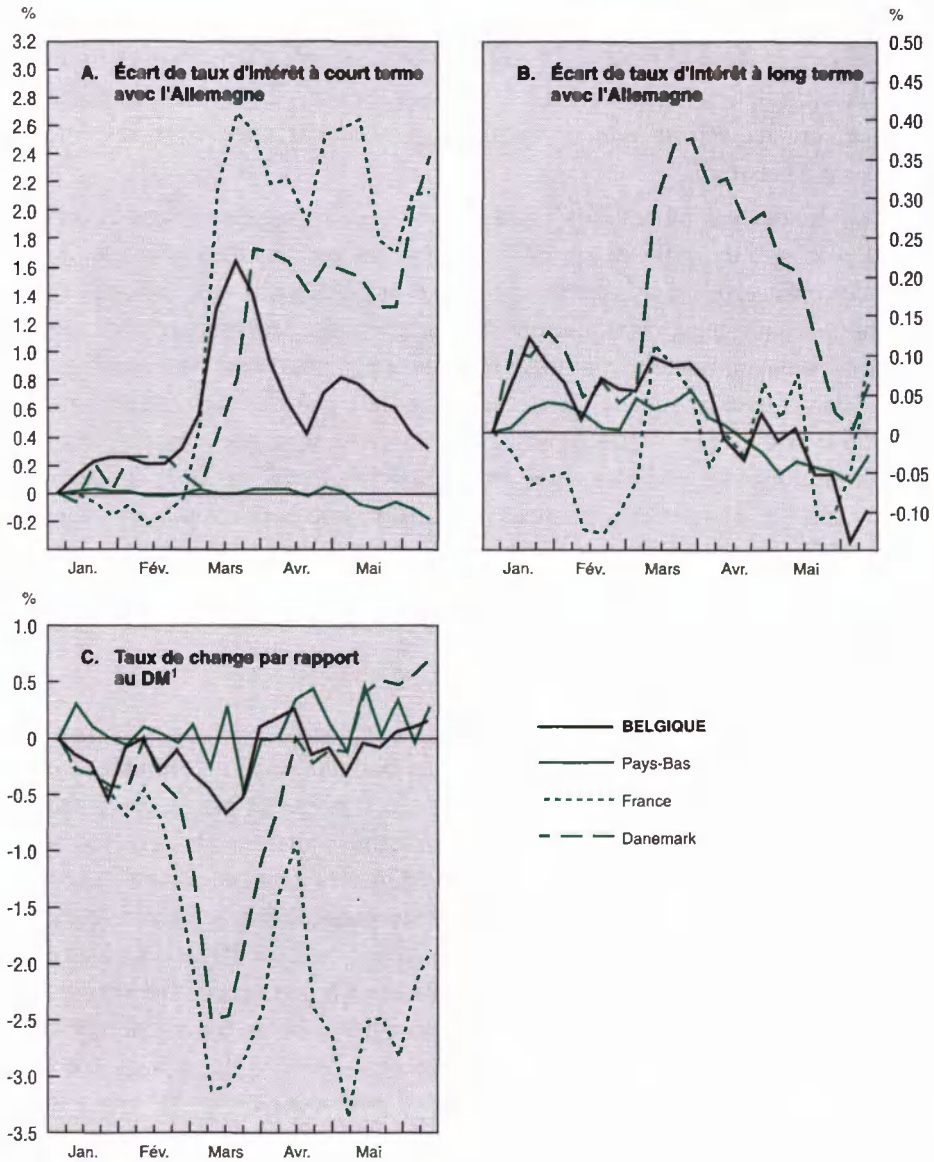
Source : OCDE, *Statistiques financières mensuelles et Principaux indicateurs économiques*.

puis a baissé de concert avec lui jusqu'au mois de juillet où il s'est stabilisé à 4.85 pour cent. A la fin de 1994, les écarts à court terme avec l'Allemagne devenant négatifs, la Banque a réduit la liquidité intérieure pour inverser cette tendance (graphique 6, partie B).

Malgré certaines turbulences sur les marchés des changes, le franc belge et les écarts de taux d'intérêt avec l'Allemagne étaient encore relativement stables au début de cette année. En revanche, au début du mois de mars, après la dépréciation de la peseta espagnole et de l'escudo portugais au sein du mécanisme de change, le franc belge a été soumis à des pressions, ce qui a incité la Banque nationale de Belgique à relever les taux d'intérêt et à durcir les conditions de la liquidité (graphique 7)<sup>9</sup>. Cette décision a été bien accueillie par le marché : les pressions se sont rapidement atténuées, le franc s'est raffermi et les taux du marché monétaire se sont détendus. A la fin du mois, le franc étant revenu à son taux central par rapport au deutschemark, la Banque nationale de Belgique a pu abaisser ses taux, à l'instar de la Bundesbank et de quelques autres Banques centrales européennes. Les taux officiels ont été réduits à nouveau à deux reprises au début du mois d'avril et une fois en mai<sup>10</sup>.

Dans le domaine monétaire, le trait marquant des dix ou douze derniers mois a été la forte hausse des taux d'intérêt à long terme, dans la ligne de l'évolution observée en Allemagne ainsi que dans la quasi-totalité des autres pays Membres de l'OCDE à l'exception du Japon. Cette tendance ascendante s'est amorcée au début de février 1994, lorsque la Federal Reserve Bank a commencé à relever ses taux d'intérêt à court terme, et elle s'est poursuivie jusque tard dans l'année. Mais au cours des derniers mois les taux longs se sont sensiblement détendus. La courbe des rendements, encore inversée au début de 1994, s'est depuis lors normalisée et sa pente s'est nettement accentuée. Les taux nominaux à long terme étant encore proches de 7½ pour cent et l'inflation reculant – à moins de 1½ pour cent en glissement annuel en mai sur la base de l'indice des prix à la consommation – les taux réels peuvent sembler très élevés, dans la mesure notamment où la reprise économique n'en est encore qu'à un stade relativement peu avancé. L'écart de taux d'intérêt à long terme avec l'Allemagne a été relativement peu affecté par le marasme des marchés obligataires et, en mai 1995, il était pratiquement au même niveau qu'à la fin 1993, tandis que la plupart des autres pays de l'UE ont enregistré une augmentation de leur écart avec l'Allemagne. La raison pourrait en être les progrès – effectifs et attendus – dans

Graphique 7. **ÉVOLUTION RÉCENTE DES TAUX D'INTÉRÊT ET DU TAUX DE CHANGE**  
**Variation en points de pourcentage depuis le début de 1995**



1. Variations en pourcentage (DM par unités monétaires).  
 Source : Secrétariat de l'OCDE.

le domaine des finances publiques<sup>11</sup>. Néanmoins l'écart de taux à long terme avec l'Allemagne est resté de l'ordre de  $\frac{3}{4}$  de point. Outre le fait que le marché obligataire de la Belgique est moins liquide que celui de l'Allemagne et qu'il y a des différences dans le système fiscal, cet écart pourrait tenir à la taille encore importante du déficit budgétaire ainsi qu'au niveau très élevé du ratio de la dette publique, et aux efforts que la Belgique doit encore faire pour respecter les critères de Maastricht.

Les conditions monétaires ne devraient pas se modifier sensiblement au second semestre de 1995 et en 1996. On prévoit que les taux d'intérêt à court terme commenceront à s'inscrire en hausse parallèlement aux taux allemands. Néanmoins, sauf tensions inflationnistes imprévues, leur progression ne sera vraisemblablement pas très rapide, et les taux longs pourraient se maintenir à peu près à leurs niveaux actuels, là encore dans la ligne des taux allemands. Les écarts de taux d'intérêt avec l'Allemagne pourraient ne se resserrer que lentement mais, étant donné la tendance actuelle des marchés financiers à se concentrer en priorité sur l'évolution des finances publiques, une réduction plus rapide de l'écart à long terme pourrait être obtenue si les autorités prenaient de nouvelles mesures budgétaires afin d'assurer la participation de la Belgique à l'UEM.

## **Politique budgétaire**

Depuis quelques années, la politique budgétaire est formulée dans le contexte du « Plan de convergence » pluriannuel, présenté par le gouvernement en 1992 pour officialiser l'objectif à moyen terme : atteindre les critères définis par le traité de Maastricht. Le Plan fixe des objectifs annuels en vue de ramener progressivement le déficit des administrations publiques à 3 pour cent du PIB en 1996, alors qu'il s'établissait à près de 7 pour cent en 1992<sup>12</sup>. Le rythme de l'assainissement budgétaire imposé par le Plan est à peu près le même que celui observé en moyenne annuelle pendant les années 80 au cours desquelles le déficit, rapporté au PIB, avait diminué de plus de moitié, passant d'environ 13 pour cent au début de la décennie à  $5\frac{1}{2}$  pour cent en 1990, avant que la situation budgétaire ne recommence à se dégrader. Le Plan de convergence a également fixé trois règles générales permettant d'atteindre l'objectif prévu pour 1996 sur la base d'hypothèses macroéconomiques raisonnables : le système de sécurité sociale doit être en équilibre<sup>13</sup>; les recettes fiscales doivent avoir une

«élasticité égale à l'unité» et augmenter au même rythme que le PIB; et les dépenses primaires du pouvoir fédéral – c'est-à-dire non compris les paiements d'intérêts – ne doivent pas s'alourdir en termes réels. L'objectif n'est pas seulement de satisfaire aux critères retenus pour l'intégration européenne, mais d'éliminer aussi de manière durable le risque d'effet «de boule de neige» – l'auto-alimentation du ratio dette/PIB par la charge d'intérêts – et, à plus long terme, de créer une marge de manœuvre suffisante pour que les dépenses publiques puissent faire face au défi que constituera le vieillissement de la population. Dans cette perspective, et compte tenu de la nécessité de veiller à ce que le ratio dette/PIB continue de baisser à un rythme suffisamment rapide, le gouvernement a suggéré en septembre 1994 une règle supplémentaire selon laquelle l'excédent primaire devrait rester supérieur à 6 pour cent du PIB au-delà de 1996.

La forte dégradation de la conjoncture en 1992-93 a sérieusement entravé la mise en œuvre du Plan de convergence. Les objectifs intermédiaires ont été révisés et quelque peu assouplis, sans cependant que soit modifié l'objectif ultime d'un déficit budgétaire de 3 pour cent du PIB en 1996. Surtout, pour compenser l'incidence budgétaire négative d'une situation macroéconomique plus mauvaise que prévu, le gouvernement a adopté plusieurs séries de mesures correctives, pour la plupart de caractère structurel, dont on attend donc des résultats durables. Selon les estimations de la Banque nationale, ces mesures supplémentaires se seraient traduites par une économie budgétaire de 1 pour cent du PIB en 1992, 2½ pour cent en 1993 et 1¾ pour cent en 1994, ce dernier chiffre prenant en compte l'incidence du plan global<sup>14</sup>. Environ 60 pour cent des économies budgétaires totales réalisées sur ces trois années ont été le fait de nouveaux impôts directs et indirects et, dans une moindre mesure, des cotisations de sécurité sociale; 30 pour cent ont résulté de réductions des dépenses, et 10 pour cent d'autres sources, y compris le produit de certaines privatisations<sup>15</sup>.

Grâce à l'ensemble de ces mesures ainsi qu'à la décrue des taux d'intérêt et à la reprise de l'activité, le déficit des administrations publiques, qui s'était stabilisé à un peu plus de 6½ pour cent du PIB en 1991-93, s'est sensiblement contracté en 1994 pour s'établir à 5.4 pour cent (tableau 7)<sup>16</sup>, chiffre à rapprocher de l'objectif révisé de 5.7 pour cent fixé par le Plan de convergence. L'effet de boule de neige a été pratiquement stoppé et le ratio dette/PIB (selon la définition de Maastricht) a légèrement reculé jusqu'à 136 pour cent – premier mouvement de baisse depuis la rapide augmentation du début des années 90. Selon les

Tableau 7. **Budget des administrations publiques**

En pourcentage du PIB

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Recettes totales</b>	47.5	46.1	46.4	46.4	46.3	47.3	48.2
<i>dont :</i>							
Impôts directs	18.2	16.9	17.1	16.7	16.5	16.6	17.8
Impôts indirects	12.1	12.2	12.2	12.2	12.3	12.4	12.9
Cotisations de sécurité sociale	15.7	15.3	15.4	15.9	16.0	16.3	15.7
<b>Dépenses primaires</b>	44.0	41.9	41.1	42.6	42.3	43.3	43.3
Transferts de sécurité sociale aux ménages	23.6	23.1	22.9	23.7	23.8	24.4	24.2
<i>dont :</i>							
Pensions	8.4	8.2	8.1	8.3	8.4	8.6	8.5
Assurance maladie	4.7	4.7	4.8	5.1	5.4	5.5	5.4
Prestations de chômage <sup>1</sup>	3.1	2.9	2.8	3.0	3.0	3.1	3.0
Autres dépenses primaires	20.3	18.8	18.3	18.8	18.5	18.9	19.1
<i>dont :</i>							
Achats de biens et services	3.2	2.9	2.7	2.8	2.6	2.6	2.7
Rémunérations	9.9	9.7	9.7	9.9	9.9	10.3	10.3
Subventions aux entreprises	2.7	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9
Formation brute de capital fixe	1.8	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6
<b>Excédent primaire</b>	3.6	4.2	5.3	3.8	4.0	3.9	4.9
<b>Paielements d'intérêts</b>	10.2	10.5	10.7	10.3	10.7	10.5	10.3
<b>Solde financier net</b>	-6.6	-6.3	-5.4	-6.5	-6.7	-6.6	-5.4
<i>Pour mémoire :</i>							
Ratio dette <sup>2</sup> /PIB	132.1	128.6	128.4	130.1	131.1	137.2	135.5

1. Y compris les retraites anticipées et les interruptions de carrière.

2. Dette brute consolidée des administrations publiques (définition du traité de Maastricht).

Source : Banque nationale de Belgique.

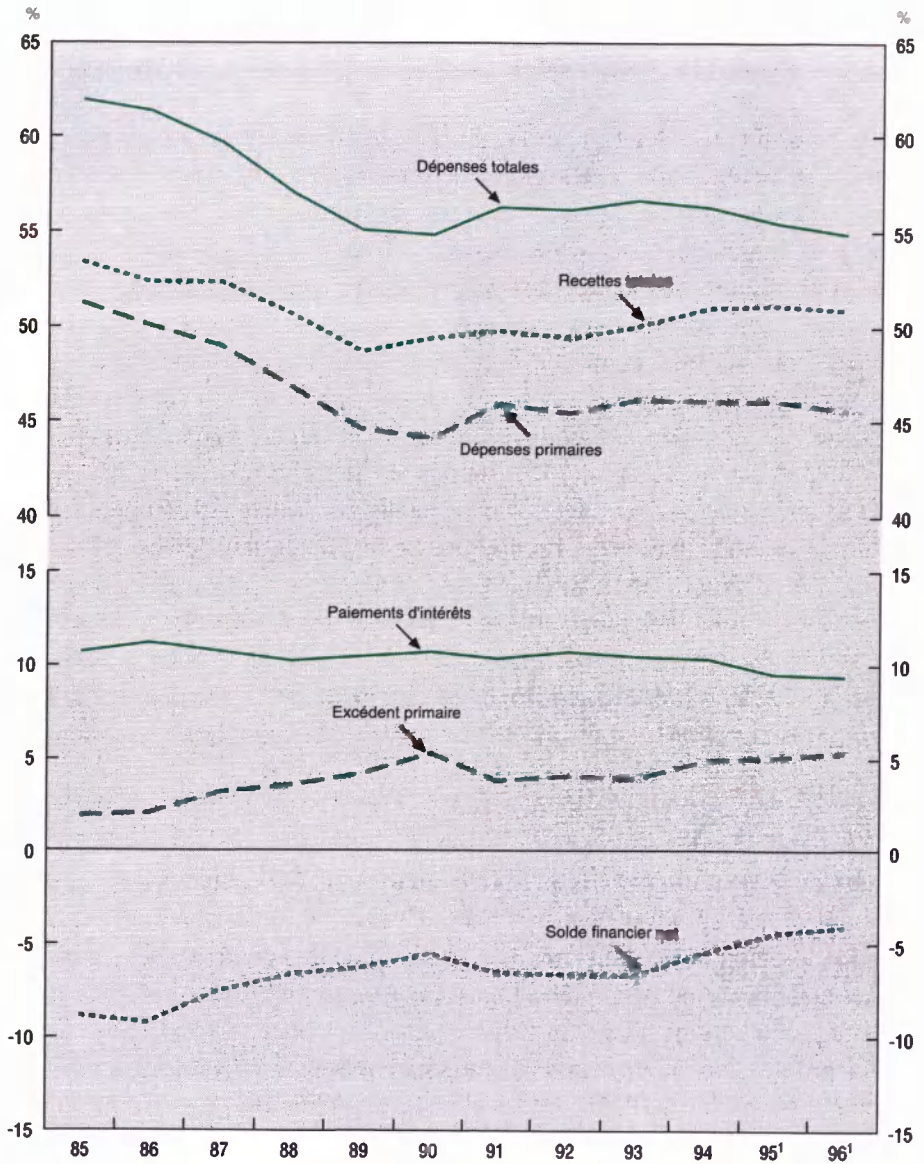
estimations du Secrétariat de l'OCDE, le déficit structurel des administrations publiques a été ramené de 5 pour cent du PIB en 1993 à 3.8 pour cent en 1994. En d'autres termes, le PIB réel augmentant à peu près au même rythme que le taux potentiel de croissance de l'économie et l'écart de production ne se réduisant que légèrement, la quasi-totalité de la réduction observée du déficit a été de caractère structurel – résultat confirmé par les calculs de la Banque nationale de Belgique, qui font apparaître que l'an dernier seule une faible proportion de l'augmentation du solde primaire rapporté au PIB a tenu à des facteurs conjoncturels.

La progression des recettes totales des administrations publiques s'est nettement accélérée en 1994 pour s'établir à 6.5 pour cent, soit sensiblement plus que la norme prévue par le Plan de convergence (élasticité égale à l'unité). Leur part dans le PIB est montée à plus de 48 pour cent, mais est restée en retrait des niveaux élevés atteints au milieu des années 80 avant la mise en œuvre de plusieurs réformes fiscales (graphique 8). Une évolution particulièrement frappante a été la modification de l'importance relative des différentes catégories de recettes du fait du souci du gouvernement – exprimé dans le plan global – de recourir plus largement à un « financement alternatif » du système de sécurité sociale pour réduire les coûts de main-d'œuvre non salariaux et favoriser l'emploi. Les réductions des cotisations de sécurité sociale ont été financées par des relèvements des impôts indirects, et des ressources complémentaires ont été réunies par le biais des impôts sur le revenu du capital, et non sur le revenu du travail (voir ci-après). En conséquence, après avoir augmenté pendant plusieurs années, la part dans le PIB des cotisations de sécurité sociale et des impôts directs sur les ménages – ces deux prélèvements constituant essentiellement, de l'avis de la Banque nationale de Belgique, des taxes sur le travail – s'est stabilisée aux alentours de 28½ pour cent<sup>17</sup>. En revanche, la part de toutes les autres recettes – principalement impôts directs sur les entreprises, retenues à la source et impôts indirects – est montée à près de 20 pour cent, inversant la tendance des années précédentes. En plus des méthodes nouvelles de financement, une raison pourrait en être l'effort entrepris pour améliorer la collecte de l'impôt.

La progression des dépenses primaires a continué de se ralentir en 1994 et, rapportée au PIB, s'est stabilisée à 43¼ pour cent. De même qu'en 1993, le ralentissement accusé des dépenses sociales (à 1.3 pour cent en termes réels, soit près de la moitié du taux tendanciel de croissance de la précédente décennie) peut être essentiellement imputé aux nombreuses mesures correctives prises les années précédentes, et notamment au plan global. Ainsi, l'introduction de l'indice santé a freiné la progression des pensions – principal poste de dépenses sociales, qui représente 9 pour cent du PIB – et des allocations de chômage – qui ont marqué un palier, en dépit d'un mouvement des bénéficiaires des régimes d'indemnisation à temps partiel vers des régimes d'indemnisation à plein temps, qui assurent des allocations plus élevées. La modification du système d'indexation a réduit les paiements de transfert de plus de 1 pour cent du PIB, mais elle ne devrait plus



**Graphique 8. POSITION FINANCIÈRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
En pourcentage du PIB



1. Prévisions.

Source : Secrétariat de l'OCDE.

guère avoir de retombées positives dans la mesure où désormais l'indice santé et l'indice classique des prix à la consommation évolueront parallèlement. Le rythme de hausse des salaires dans le secteur public s'est lui aussi tempéré, la révision des traitements dans le secteur public ayant été plus modérée qu'en 1993 et ayant été partiellement compensée par l'introduction de l'indice santé, mais, pour la deuxième année consécutive, les augmentations de salaires sont restées beaucoup plus fortes que dans le secteur privé. La chute effective des subventions a reflété le gel, en termes nominaux, des transferts du gouvernement fédéral aux entreprises publiques et le rééchelonnement de ces transferts. En revanche, les dépenses en biens et services, qui avaient été plus que proportionnellement restreintes les années précédentes, se sont accélérées.

Les paiements d'intérêts sur la dette publique ont lentement dérivé à la baisse l'an dernier pour s'établir à 10.3 pour cent du PIB du fait d'une décreue des taux d'intérêt, notamment sur les certificats du Trésor libellés en francs belges, entraînant un recul du taux d'intérêt effectif de 8.4 pour cent en 1993 à 8 pour cent. Ce fléchissement des taux du marché s'est accompagné d'une politique très active de gestion de la dette<sup>18</sup> et, pour la première fois depuis 1990, aussi bien l'évolution des paiements d'intérêts que celle de l'excédent primaire – passé de 3.9 à 4.9 pour cent du PIB – ont contribué à réduire le déficit global.

Rapporté au PIB, l'excédent primaire de la Belgique est nettement supérieur à la moyenne de l'UE, laquelle est en fait légèrement négative – 4.9 pour cent contre moins 0.3 pour cent. Ceci reflète entièrement le niveau plus élevé des impôts directs sur les ménages et des cotisations de sécurité sociale, qui se traduit par des recettes totales plus importantes – 48 pour cent du PIB contre 42 pour cent pour la moyenne de l'UE. Les dépenses primaires, à 43.3 pour cent, ne sont que légèrement supérieures à la moyenne de l'UE (42.7 pour cent), et la même remarque vaut pour les dépenses de sécurité sociale – toutes les autres dépenses étant exactement les mêmes. Néanmoins, avec un ratio dette/PIB plus de deux fois supérieur à la moyenne de l'UE, les paiements d'intérêts rapportés au PIB sont eux aussi à peu près deux fois plus importants que la moyenne communautaire – 10.3 pour cent contre 5.3 pour cent. En termes de tendances, alors que l'excédent primaire et le déficit global de l'UE ont été relativement stables depuis une dizaine d'années, ces deux indicateurs budgétaires se sont sensiblement améliorés en Belgique et le déficit global a tendu à se rapprocher de la moyenne communautaire.

Les grandes lignes du budget pour 1995, présenté en juillet 1994, ont été une fois encore définies conformément au Plan de convergence, c'est-à-dire dans le but de ramener le déficit à 4.3 pour cent du PIB. Compte tenu du dynamisme de l'économie et de la rapide augmentation des recettes fiscales au premier semestre de 1994, les nouvelles mesures prises n'étaient que d'importance mineure, représentant une économie de l'ordre de  $\frac{1}{4}$  pour cent du PIB. Au vu de la baisse récente des taux d'intérêt, la réalisation dans l'ensemble de l'objectif prévu pour 1995 ne devrait pas poser de problèmes majeurs, même si l'ampleur du déficit public et le fait qu'il soit pour environ 30 pour cent financé à court terme ou assorti de taux variables rendent le budget très vulnérable aux chocs extérieurs, tels qu'une hausse des taux internationaux ou de nouvelles tensions dans le cadre du mécanisme de change qui appelleraient un relèvement des taux du marché monétaire intérieur<sup>19</sup>. En revanche, sans autres mesures structurelles, et dans l'hypothèse d'une stabilisation du taux de croissance de l'économie à un peu plus de  $2\frac{1}{2}$  pour cent et d'une légère remontée des taux d'intérêt à court terme pour des raisons conjoncturelles, le Secrétariat de l'OCDE table sur un recul du déficit des administrations publiques, qui devrait s'établir seulement aux alentours de 4 pour cent du PIB en 1996. Sur la base de ces projections, la Belgique pourrait être l'un des très rares pays de l'UE dont le ratio dette/PIB (définition de Maastricht) reculerait sur la période 1995-96. Mais il apparaît aussi qu'il sera nécessaire de réaliser des économies budgétaires supplémentaires équivalant à environ 1 pour cent du PIB pour ramener le déficit à 3 pour cent du PIB en 1996. Pour diverses raisons, discutées dans l'Étude 1991/92, les transferts des administrations publiques aux ménages appelleraient, semble-t-il, de nouvelles mesures correctives. Le rééquilibrage des finances de la sécurité sociale était en fait l'un des principaux objectifs du plan global. Ainsi qu'on l'a vu, la croissance des dépenses sociales en termes réels est tombée à 1.3 pour cent en 1994 et le déficit de la sécurité sociale a été nettement réduit. Néanmoins, ce quasi-équilibre n'a été réalisé que grâce à des subventions du gouvernement fédéral de l'ordre de 3 pour cent du PIB. Qui plus est, l'effet de modération qu'a exercé sur les dépenses sociales l'introduction de l'indice santé aura largement décliné en 1996, et une partie des mesures structurelles annoncées dans le plan global n'ont pas encore été adoptées, notamment celles qui concernent les pensions et les soins de santé (voir ci-après). Quoique faible par rapport au début des années 90, la progression des dépenses de santé en termes réels s'est à nouveau accélérée l'an

dernier, dépassant légèrement le plafond de 1.5 pour cent fixé par le plan global pour 1995 et au-delà.

Pour ramener le déficit budgétaire à 3 pour cent du PIB en 1996 au moyen de mesures correctives supplémentaires, il faudrait porter l'excédent primaire à plus de 6 pour cent du PIB. Si – comme l'a récemment suggéré le gouvernement à titre de norme supplémentaire – l'excédent primaire était ensuite maintenu à ce niveau pendant une longue période, indépendamment du cycle économique, on déclencherait un effet de boule de neige à rebours qui réduirait progressivement les paiements d'intérêts, le déficit global et le ratio dette/PIB. Selon les calculs de la Banque nationale de Belgique et sur la base d'hypothèses macroéconomiques prudentes – soit une croissance du PIB de 2 pour cent en termes réels et d'un peu moins de 5 pour cent en termes nominaux, et un taux d'intérêt effectif de 7½ pour cent (niveau moyen des 10 dernières années) – le budget global deviendrait excédentaire vers le début du siècle et l'excédent augmenterait jusqu'aux environs de 2 pour cent du PIB en l'an 2020. A cette date, également, le ratio dette/PIB tomberait à moins de 60 pour cent.

## **La réforme du système de sécurité sociale**

Une réforme en profondeur du système de sécurité sociale est essentielle pour la réalisation de nouveaux progrès durables sur la voie de l'assainissement budgétaire. La croissance des dépenses sociales a été, on l'a vu, sensiblement freinée ces dernières années, et le déficit de la sécurité sociale a été pratiquement comblé. Néanmoins, ce quasi-équilibre n'a été atteint qu'après que le gouvernement fédéral eut effectué un transfert « normal » de l'ordre de 3 pour cent du PIB, et la décélération de la progression des dépenses en 1994 a résulté en partie de l'adoption de l'indice santé – effet pour une large part non récurrent qui n'a guère de chances de se poursuivre au-delà de 1995. Qui plus est, une partie des mesures structurelles annoncées dans le plan global n'ont toujours pas été adoptées, notamment celles qui concernent les pensions et les soins de santé.

Une réforme est d'autant plus nécessaire que la Belgique, comme la majorité des pays de l'OCDE, se trouvera confrontée dans les décennies à venir à un alourdissement des dépenses sociales en raison du vieillissement de la population. Dans la précédente Étude, où cette question était traitée de manière relativement détaillée, on notait que la population belge vieillit essentiellement du fait de

la faiblesse du taux de fécondité et de l'allongement de l'espérance de vie. On prévoit que les personnes de plus de 60 ans représenteront plus de 30 pour cent de la population totale en l'an 2050, contre 20 pour cent en 1990, et que le rapport de dépendance économique des personnes âgées passera de 37 à 70. Sur la base du système actuel de protection sociale, cette évolution entraînera nécessairement un très fort alourdissement des dépenses sociales, dont le financement pourrait exiger des transferts entre générations d'une ampleur qui serait difficile à soutenir. On peut utiliser différentes méthodes pour apprécier la gravité du problème. Mais quelle que soit l'approche retenue – projections des dépenses sociales actuelles par groupe d'âge, estimations courantes du coût des droits futurs à pension, ou utilisation d'un modèle microéconomique – le problème paraît de taille.

Face à ces perspectives préoccupantes, le gouvernement a engagé depuis déjà un certain temps un vaste débat avec les partenaires sociaux sur les pensions et les dépenses de soins de santé. Le plan global a fait de l'assainissement des finances de la sécurité sociale l'un de ses principaux objectifs, dont la réalisation doit être assurée par une réduction des dépenses de 1 pour cent du PIB d'ici 1996 et par une augmentation des recettes de près de 1/2 pour cent du PIB. S'agissant des pensions, en prévision de l'incidence du vieillissement de la population, le plan a annoncé diverses mesures structurelles visant à limiter la croissance des dépenses, notamment un nouveau mode de calcul des pensions, avec allongement de la période de base et harmonisation entre hommes et femmes. Il apparaît cependant que cette dernière proposition constitue une pierre d'achoppement et aucune mesure structurelle n'a été prise.

En ce qui concerne les soins de santé, le plan global prévoyait qu'en termes réels la croissance annuelle des dépenses serait limitée à 1.5 pour cent à partir de 1995. En cas de dépassement de ce chiffre, des mécanismes légaux de correction automatique entreraient en vigueur – sous forme par exemple d'un ajustement des honoraires et des tarifs de remboursement. Des économies supplémentaires à court terme devaient être également réalisées dans les secteurs des hôpitaux, des médicaments et des soins de santé généraux. Un certain nombre de mécanismes légaux de correction automatique et quelques autres mesures visant à freiner les dépenses de santé ont déjà été mis en place, mais les autorités pensent que les résultats doivent être améliorés et envisagent des étapes supplémentaires, notamment la collecte de données plus précises pour permettre d'acti-

ver en temps voulu les mécanismes de correction. L'essentiel des mesures destinées à réaliser des économies dans les secteurs médicaux tels que les hôpitaux, les produits pharmaceutiques et les soins de santé généraux sont encore en discussion.

Le plan global a été presque totalement mis en œuvre dans les autres domaines des dépenses sociales et en ce qui concerne les nouvelles recettes. Les réductions des allocations familiales, qui devaient être diminuées proportionnellement aux revenus du ménage, ont été remplacées par un prélèvement général de sécurité sociale, mais l'économie escomptée est identique. Par ailleurs, les critères d'admissibilité aux allocations de chômage ont été durcis comme prévu, et liés plus étroitement au travail, notamment par le biais d'une prolongation de la période pendant laquelle les jeunes sortant de l'école n'ont pas droit aux allocations de chômage. De nouvelles recettes ont été obtenues par des « financements alternatifs », c'est-à-dire des mesures qui n'alourdissent pas les coûts de main-d'œuvre et qui n'affaiblissent donc pas la demande de travail. En plus du prélèvement signalé ci-dessus, ces mesures ont inclus le relèvement des retenues à la source (précompte mobilier) sur le revenu des intérêts, porté de 10.3 à 13.39 pour cent<sup>20</sup>, et la majoration de la fiscalité sur les revenus immobiliers, essentiellement sur les propriétés déclarées comme des biens de sociétés à des fins d'évasion fiscale (la fiscalité sur l'habitation personnelle n'est pas alourdie).

Enfin, le plan global annonçait qu'au-delà de 1996 un plafond (à déterminer) serait imposé à la croissance totale des dépenses sociales en termes réels. Il semble que ce plafond ne sera fixé que lorsque les projets actuels de profonde réforme institutionnelle et de gestion globale de la sécurité sociale auront été menés à bien. Au total, il semble juste de dire que bien que des progrès aient été faits, aucune mesure décisive n'a été prise pour remédier à l'impact attendu du vieillissement de la population sur les dépenses sociales, et que la réforme structurelle du système de sécurité sociale – notamment les volets pensions et soins de santé – sera l'une des tâches les plus urgentes du nouveau gouvernement.

## **Politique du marché du travail**

La question de l'emploi et du chômage étant au premier plan des préoccupations, l'attention s'est de plus en plus portée sur les réformes structurelles du

marché du travail et la refonte du système de sécurité sociale dans ce domaine. Avant le plan global, les autorités avaient déjà pris de nombreuses mesures pour durcir différents programmes d'aide aux chômeurs et en réduire l'attrait financier, pour accélérer les politiques actives (notamment par la mise en place du plan d'accompagnement individuel) et pour soutenir l'emploi plus directement et plus rapidement. L'objectif de la plupart de ces mesures était de redresser la « balance des incitations » entre l'activité et la non-activité, d'accroître la flexibilité du marché du travail et de réduire par là même le chômage – qui, dans sa définition large, couvre toutes les personnes bénéficiant de programmes spéciaux – et son coût budgétaire. Plus récemment, les autorités se sont surtout préoccupées de promouvoir l'emploi par une réduction des coûts de main-d'œuvre non salariaux, c'est à dire des cotisations patronales de sécurité sociale<sup>21</sup>. Vu l'impératif d'assainissement budgétaire, elles ont décidé de faire appel à un financement alternatif de la sécurité sociale, en réduisant le rôle des cotisations de sécurité sociale au profit de cotisations sociales générales et des impôts indirects. Cette approche a été reprise dans le plan global, qui envisageait cependant aussi un certain nombre d'autres initiatives, telles que le partage du travail, et qui prévoyait un nouveau durcissement du régime d'aide aux chômeurs, en liant plus étroitement les allocations au travail. Les réductions des coûts de main-d'œuvre non salariaux ont été axées sur des groupes spécifiques du marché du travail – essentiellement les travailleurs peu qualifiés et les jeunes. Une telle approche ciblée semble plus efficiente du point de vue de la création totale d'emplois pour un coût budgétaire donné<sup>22</sup>.

Les principales mesures envisagées dans le plan global pour promouvoir l'emploi peuvent être résumées comme suit :

- les charges sociales des employeurs ont été réduites, notamment pour les travailleurs peu qualifiés et les jeunes. Ainsi, d'octobre 1993 jusqu'à la fin de 1994, les entreprises embauchant des travailleurs de moins de 26 ans qui se trouvaient au chômage total depuis au moins six mois ont bénéficié d'une réduction des cotisations dues pour ces travailleurs de 100 pour cent la première année, 75 pour cent la deuxième et 50 pour cent la troisième (plan d'embauche des jeunes). Le même traitement a été appliqué aux travailleurs indépendants embauchant une personne au chômage total comme premier salarié (plan plus un). De même, depuis avril 1994, les cotisations patronales ont été réduites (de manière régres-

sive et de 50 pour cent au plus) sur les bas salaires – initiative qui a allégé d'environ 10 pour cent les coûts de main-d'œuvre pour les travailleurs peu qualifiés;

- les coûts de main-d'œuvre ont été réduits pour les emplois supplémentaires créés dans le cadre d'accords d'entreprise (plans d'entreprise) sur le partage du travail – plus précisément, les cotisations patronales ont été diminuées d'un montant fixe (100 000 francs belges) par an et par emploi supplémentaire pour la période des accords;
- des mesures ont été prises pour améliorer l'intégration des jeunes dans la population active;
- le marché du travail a été rendu plus flexible, notamment en facilitant les contrats à durée déterminée et en modulant les délais de préavis pour les salariés les mieux rémunérés.

Pour compenser le coût budgétaire de ces réductions des charges sociales et des mesures qui visent plus précisément à promouvoir la compétitivité internationale (estimé par les autorités à quelque 30 milliards de francs belges, soit près de 1/2 pour cent du PIB), les impôts indirects ont été relevés : le taux normal de la TVA a été porté de 19.5 à 20.5 pour cent, et les droits d'accise sur les combustibles et le tabac ont été eux aussi révisés en hausse.

L'accord interprofessionnel pour 1995-96 conclu par les partenaires sociaux à la fin de l'an dernier donnait la priorité à la défense et à la promotion de l'emploi. L'une des mesures prévues vise à rendre plus attrayants les mécanismes existants de partage du travail définis dans le cadre des plans d'entreprise en offrant à ces dernières une réduction plus importante des charges sociales sous réserve qu'il en résulte une création nette d'emplois (plan d'entreprise et plan sectoriel). L'accord interprofessionnel créait par ailleurs un nouveau plan d'embauche pour la promotion du recrutement des demandeurs d'emploi (souvent appelé plan avantage à l'embauche), visant les chômeurs de longue durée et regroupant deux plans existants – à savoir le plan d'embauche et le plan d'embauche des jeunes. Le nouveau plan accorde des allègements des charges sociales pour l'embauche de travailleurs au chômage depuis plus d'un an, quel que soit leur âge. Enfin, pendant deux ans seulement, la limite d'âge de la retraite anticipée a été ramenée à 55 ans sous certaines conditions. Au début de cette année le gouvernement a introduit, sur une base de volontariat, la semaine de 4 jours de travail dans l'administration fédérale et quelques autres parties du



secteur public, avec des salaires allant d'un peu plus de 80 pour cent à environ 90 pour cent de ceux correspondant à une semaine pleine.

Les premières mesures qui visaient à durcir les programmes d'aide aux chômeurs ont été dans l'ensemble couronnées de succès. Comme on l'a vu au chapitre I, près de 75 000 chômeurs de longue durée ont été exclus du système d'indemnisation du chômage au cours de la période 1992-94. De plus, malgré la récession économique et la dégradation des conditions du marché du travail, le nombre de bénéficiaires couverts par la plupart des programmes spéciaux visés par ces mesures a rapidement diminué en 1993, et cette tendance s'est poursuivie en 1994, plus lentement cependant; enfin, le coût budgétaire direct de ces programmes, après s'être stabilisé en 1993, s'est lentement inscrit en baisse en 1994 (tableau 8). En revanche, les résultats du plan d'accompagnement individuel ont été plus mitigés. Ce plan a couvert une forte proportion (85 pour cent) du groupe cible de chômeurs de longue durée, mais alors que les autorités estimaient que le programme de formation avait été satisfaisant, le volet concernant le placement a obtenu des résultats plus médiocres. Rares ont été les chômeurs concernés qui ont trouvé un emploi, et après avoir bénéficié pendant six mois de ce programme, la plupart d'entre eux sont à nouveau couverts par le régime normal d'indemnisation du chômage. En conséquence, le coût du chômage de définition étroite a de nouveau sensiblement augmenté l'an dernier (de 6 pour cent), mais le coût du chômage de définition large ne s'est pratiquement pas accru, et il a même en fait baissé en pourcentage du PIB pour s'établir à 3.4 pour cent.

Il est difficile de dire dans quelle mesure ces résultats d'ensemble ont été affectés par le plan global. De l'avis des autorités, il serait prématuré d'évaluer les différentes mesures du plan dans ce domaine, étant donné notamment que certaines d'entre elles pourraient avoir amené les entreprises à remplacer des travailleurs visés par des travailleurs non visés, ce qui rend nécessaire de faire une distinction entre les effets nets et les effets bruts; de plus, certains des ajustements espérés peuvent n'intervenir qu'après un certain délai, notamment en ce qui concerne le partage du travail dans le cadre des plans d'entreprise. Si l'on tente néanmoins d'évaluer les résultats, le bilan est mitigé. Le plan d'embauche des jeunes a été un succès, du moins en ce qui concerne le nombre de bénéficiaires – plus de 73 000 à la fin de 1994 – même si son coût en termes de créations nettes d'emplois a peut-être été élevé. Entre janvier et le milieu de mai 1995, 13 000 chômeurs de longue durée ont pris part au nouveau plan

Tableau 8. Le coût budgétaire direct du chômage

	1982	1985	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>1</sup>
	Milliers						
<b>Nombre de bénéficiaires</b> (unités budgétaires)	<b>671</b>	<b>782</b>	<b>842</b>	<b>854</b>	<b>896</b>	<b>911</b>	<b>902</b>
<i>dont :</i>							
Personnes à la recherche d'un emploi à temps complet <sup>2</sup>	411	434	313	328	380	429	453
Chômeurs saisonniers	83	68	38	51	52	62	54
Chômeurs/employés à temps partiel <sup>3</sup>	9	42	83	84	82	64	53
Chômeurs dispensés en raison de leur âge	0	31	70	72	65	65	64
Autres dispenses	7	8	79	57	49	34	30
« Interruption de carrière »	0	0	37	41	47	44	39
Retraite anticipée	107	125	137	138	138	135	133
Création directe d'emplois <sup>4</sup>	54	74	85	83	83	78	76
	En milliards de francs belges						
<b>Coûts budgétaires totaux</b>	<b>157.0</b>	<b>204.3</b>	<b>213.8</b>	<b>230.0</b>	<b>242.3</b>	<b>258.7</b>	<b>261.3</b>
<i>dont :</i>							
Personnes à la recherche d'un emploi à temps complet <sup>2</sup>	79.9	91.7	70.8	80.5	96.2	112.7	120.0
Chômeurs saisonniers	21.5	19.1	11.5	16.7	17.5	21.8	19.0
Chômeurs/employés à temps partiel <sup>3</sup>	1.5	6.2	16.2	15.0	15.3	11.9	9.9
Chômeurs dispensés en raison de leur âge	0.0	6.6	19.4	22.0	19.6	20.9	21.9
Autres dispenses	0.9	1.3	8.0	9.3	7.4	5.9	5.9
« Interruption de carrière »	0.0	0.1	5.1	5.7	6.6	6.2	5.5
Retraite anticipée	30.6	41.3	48.5	50.5	51.7	52.3	52.1
Création directe d'emplois <sup>4</sup>	22.6	38.0	34.3	30.3	28.0	27.0	27.0
<i>Pour mémoire :</i>							
Total en pourcentage du PIB	4.0	4.3	3.3	3.3	3.4	3.6	3.4

1. Estimations.

2. « Chômeurs complets indemnisés, demandeurs d'emploi ».

3. Compte tenu de la création directe d'emplois à temps partiel.

4. Sans la création directe d'emplois à temps partiel.

Source : Ministère de l'Emploi et du Travail.

avantage à l'embauche. En revanche, la réduction des coûts non salariaux pour les travailleurs peu payés et en particulier le partage du travail, semblent avoir eu un effet plus limité. Jusqu'à la fin de janvier 1995, le partage du travail dans le cadre des plans d'entreprise s'est traduit par la création de quelque 2 700 emplois, et environ 2 000 autres ont été sauvegardés grâce à la préretraite à

temps partiel. Dans une certaine mesure, ces résultats limités peuvent tenir à la multiplicité des plans et à la difficulté pour les petites entreprises de se tenir informées de tous et d'en tirer pleinement parti. L'abaissement de l'âge de la retraite anticipée, bien qu'opéré de manière limitée et sous certaines conditions, représente une inversion regrettable des tendances récentes et va à l'encontre de la nécessité reconnue d'accroître la population active et l'emploi.

## **Protection de la compétitivité**

Au cours des deux dernières années, plusieurs mesures ont été prises pour préserver la compétitivité. En mars 1993, lors de leur évaluation périodique de la compétitivité internationale de l'économie belge prévue par la loi de sauvegarde de la compétitivité de 1987, les partenaires sociaux sont arrivés pour la première fois à la conclusion unanime que la compétitivité s'était effectivement dégradée par rapport à l'année de référence 1987 – de 3 à 5 pour cent –, mais n'ont pu se mettre d'accord sur les remèdes à prendre. En conséquence, le gouvernement a décidé de réduire les charges de sécurité sociale des entreprises du secteur exposé, essentiellement des industries manufacturières. Cette mesure, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 1993, devait se chiffrer, selon les autorités, à 8.5 milliards de francs belges et représente une réduction de 1.5 pour cent des coûts de main-d'œuvre des entreprises concernées : pour qu'elle ait une incidence neutre sur le budget, elle a été intégralement financée par une nouvelle taxe sur la consommation d'énergie – essence, fuel domestique, électricité et gaz naturel – par les utilisateurs non industriels.

La protection de la compétitivité était l'un des trois principaux objectifs du plan global, qui prévoyait plusieurs autres mesures à cet effet :

- le système d'indexation des salaires a fait l'objet d'une modification. Le tabac, l'alcool, l'essence et le diesel ont été retirés de l'indice des prix utilisé pour calculer les salaires et les prestations sociales ;
- la taxe sur l'énergie introduite en juillet 1993 a été elle aussi retirée du nouvel indice («indice santé»), l'objectif direct étant de neutraliser l'incidence sur cet indice, et donc sur les salaires, du relèvement des impôts indirects décidé dans le cadre du plan global ;
- les salaires ont été gelés en termes réels en 1995-96 ;

- les charges sociales des entreprises exposées à la concurrence internationale – c’est à dire dans le secteur manufacturier – ont été encore réduites (les réductions opérées en juillet 1993 ont été accrues de 50 pour cent).

De plus, les cotisations de sécurité sociale et les charges de main-d’œuvre des entreprises du secteur exposé, ainsi que des autres secteurs de l’économie, ont été allégées par plusieurs autres mesures prévues dans le cadre du plan global, essentiellement pour promouvoir l’emploi (voir ci-dessus).

S’il est sans doute trop tôt pour évaluer tous les effets du plan global sur la compétitivité, il est douteux que les mesures prises puissent résoudre durablement le problème. Les allègements des cotisations de sécurité sociale ne constituent qu’un pis-aller, aussi bien par leur contenu que par leur incidence : ils n’apportent qu’une réponse partielle et sans effet durable aux augmentations des coûts salariaux. En ce qui concerne le gel des salaires, il s’agit là d’une mesure ponctuelle limitée dans le temps, et il reste à voir comment les salaires réagiront lorsqu’ils seront libérés à la fin de 1996. En revanche, l’introduction de l’indice santé est une modification structurelle qui constitue un pas dans la bonne direction. Dans une certaine mesure, elle isole l’indexation des salaires des éventuels relèvements supplémentaires de la fiscalité indirecte ainsi que de la dégradation des termes de l’échange, puisque les chocs pétroliers n’affecteront plus directement l’indice – à l’inverse cependant, l’effet favorable d’une baisse des cours du pétrole sera lui aussi éliminé. Grâce à la loi de sauvegarde de la compétitivité, les partenaires sociaux resteront très certainement conscients de l’importance de la modération salariale dans un monde de plus en plus ouvert et intégré. Mais, en mars 1993, comme on l’a vu, les partenaires sociaux n’ont pu se mettre d’accord sur les remèdes à prendre et le gouvernement a dû intervenir. Dans leur dernier rapport de mars de cette année, les partenaires sociaux n’ont pas porté de jugement clair sur la compétitivité de l’ensemble de l’économie et ont souligné leur désir de contribuer dans les mois à venir à toutes les révisions éventuelles de la loi, le but devant être davantage de préserver la compétitivité que de la redresser.

Une telle révision des textes sera peut-être utile, mais le problème essentiel dans ce domaine tient, semble-t-il, au système d’indexation automatique des salaires et aux négociations de salaires menées à plusieurs niveaux, qui risquent de contraster de plus en plus avec le cadre institutionnel des autres pays européens, dans lesquels l’indexation résulte pour l’essentiel de négociations qui

interviennent au mieux à deux niveaux. En Belgique, les négociations menées au niveau national peuvent jouer un rôle utile en mettant en lumière les problèmes macroéconomiques et en permettant l'adoption de mesures correctives – ce qui a été le cas avec le récent accord interprofessionnel en ce qui concerne la nécessité de promouvoir l'emploi ; qui plus est, ces négociations n'entraînent habituellement que des augmentations modérées des salaires réels. Les négociations menées au niveau de l'entreprise sont elles aussi nécessaires pour permettre aux salaires de refléter les situations particulières et pour accroître la flexibilité microéconomique de l'économie. En revanche, les négociations au niveau sectoriel ne semblent pas, tout bien considéré, répondre à un besoin évident et présentent le risque d'introduire un échelon supplémentaire dans la détermination des augmentations de salaires.

L'attachement à la politique de monnaie forte entraînera probablement une appréciation tendancielle du franc belge en termes effectifs. Étant donné que l'application de la loi de sauvegarde de la compétitivité sous sa forme actuelle est relativement complexe et qu'il risque d'être de plus en plus difficile de trouver des mesures correctives adéquates, le problème est de savoir si l'indexation automatique sur la base de l'indice santé, conjuguée au processus de détermination des salaires à trois niveaux, sera suffisante pour contenir la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre (en termes nominaux et en monnaie locale) au-dessous de la hausse moyenne observée à l'étranger, sans qu'il soit nécessaire de réduire l'emploi pour accroître la productivité ou que le gouvernement ait à prendre des mesures de soutien. Ces conditions n'ont pas toujours été réunies dans le passé et les salaires ont souvent trop augmenté ; bien que la compétitivité ait été à peu près préservée au niveau macroéconomique, ce résultat a été obtenu par des suppressions d'emplois qui ont accentué les déséquilibres structurels. L'analyse faite au chapitre I donne à penser que les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre (exprimés en monnaie locale) ont augmenté en 1994 et pourraient, selon les prévisions du Secrétariat de l'OCDE, encore progresser cette année, avec le risque de nouvelles pertes d'emplois.

## **Autres politiques structurelles**

Dans les autres domaines, les progrès accomplis dans le sens de la réforme structurelle ont été généralement de faible ampleur. Néanmoins, la Belgique s'est

lancée dans un vaste programme de privatisation d'entreprises publiques, notamment dans le domaine du crédit (CGER) et des services financiers (SNI). La déréglementation a concerné essentiellement les télécommunications et les messageries. Afin d'accroître l'efficacité du secteur public et de mieux affronter la concurrence du marché, différents plans ont été adoptés par des entreprises publiques telles que la SNCB, les Postes et Belgacom. Le gouvernement fédéral a introduit de nouvelles techniques pour assurer une meilleure gestion et une plus grande transparence dans le domaine budgétaire. En conséquence, une centaine de postes du Budget 1993 ont été réévalués grâce à la meilleure connaissance des mécanismes de détermination des dépenses. De même, à la suite de la « radioscopie de la fonction publique » effectuée en 1992, le gouvernement a décidé de reconsidérer l'organigramme de chaque service de l'administration publique.

### **III. La réforme des marchés de capitaux**

Les marchés belges de capitaux ont été examinés dans le détail pour la dernière fois à l'occasion de l'Étude de 1988-89, à l'aube d'une série de profondes réformes. A l'époque, les flux financiers étaient dominés par l'ampleur des besoins de financement du secteur public et par la capacité nette de financement encore plus considérable des ménages et des entreprises, l'intermédiation bancaire constituant le principal mode de transmission entre épargne et investissement. Le secteur financier et surtout les établissements de dépôts présentaient pour caractéristique une cartellisation assez marquée sur le plan interne, assortie cependant d'une compétitivité beaucoup plus forte sur le plan externe, ce qui traduisait la quasi-absence de contrôle sur les opérations transnationales et l'expansion des flux internationaux de capitaux. Depuis lors, poussées en ce sens par l'intensification de la concurrence internationale et de l'intégration européenne et cherchant à réduire le coût de financement de la dette publique, à améliorer la conduite de la politique monétaire et à renforcer la position de Bruxelles en tant que place financière internationale, les autorités ont pris un grand nombre de mesures. On retiendra, notamment, l'abolition du régime de double taux de change et l'arrimage du franc belge aux monnaies fondamentalement fortes du mécanisme de change. La plupart des réformes essentielles ayant été réalisées au début de 1991, il semble utile aujourd'hui d'en prendre la mesure et d'étudier à quel point les marchés de capitaux ont changé, comment les principaux secteurs de l'économie en ont été affectés et quelles ont été les répercussions de la réforme financière sur la politique monétaire, et sur les performances macroéconomiques du pays.

#### **Aperçu des marchés de capitaux avant la réforme**

A la fin des années 1980, avant le début de la réforme, les marchés belges de capitaux étaient relativement sous-développés, réglementés et cartellisés, au

moins en ce qui concerne les opérations nationales, même si l'intensité de la concurrence variait considérablement selon les secteurs. Dans le secteur bancaire – où les établissements publics jouaient un rôle certes déclinant, mais tout de même important<sup>23</sup> – la concurrence était vive auprès de la clientèle « institutionnelle » – c'est-à-dire pour les crédits et dépôts de gros volume – alors qu'elle était beaucoup plus limitée pour la « clientèle de particuliers ». Les modalités de fixation des taux d'intérêt témoignait de la concertation entre établissements de crédit : les taux des dépôts bancaires – notamment des carnets de dépôt (comptes d'épargne) et des bons de caisse – étaient régis par le Comité des taux d'intérêt créditeurs<sup>24</sup> tandis que les taux des prêts bancaires – en particulier les prêts à court terme – étaient administrés par l'Association belge des banques. Cela étant, il n'y avait que peu ou pas de restrictions directes aux mouvements internationaux de capitaux et les banques belges comptaient parmi les établissements les plus internationalisés de la zone de l'OCDE – au regard de certains indicateurs comme la part des actifs et engagements étrangers dans les bilans et la part des dépôts en eurodevises (tableau 9)<sup>25</sup>. Certes, il y avait un marché des changes à deux niveaux – composé d'un marché officiel, opérant dans le cadre du SME, pour la plupart des transactions courantes, ainsi que d'un deuxième marché destiné aux mouvements de capitaux privés sur lequel les cours étaient fixés librement. Toutefois, à partir de la seconde moitié des années 80, la permission de passer d'un marché à l'autre a été accordée de plus en plus fréquemment et les cours de change « libre » et « officiel » ont étroitement convergé.

En ce qui concerne les principaux flux financiers, la situation était principalement marquée par le recul de besoins de financement de l'État encore considérables (près de 8 pour cent du PIB en moyenne dans les années 1985-89), besoins largement compensés par une capacité nette de financement du secteur privé (8½ pour cent du PIB), reflétant à la fois le niveau très élevé du taux d'épargne et de la capacité de financement des ménages ainsi qu'une trésorerie des entreprises supérieure à leur formation de capital (tableau 10). Face à cette capacité nette de financement de l'économie dans son ensemble, la balance des paiements courants enregistrait un excédent. Toutefois, compte tenu de la volonté affirmée des investisseurs de diversifier leur portefeuille et d'acquérir des valeurs étrangères, les sorties de capitaux à long terme avaient tendance à dépasser cet excédent. En conséquence, les autorités devaient maintenir des taux élevés sur le marché



**Tableau 9. Internationalisation du secteur bancaire**  
En pourcentage du total des bilans en fin d'année

Type de banques	Créances sur des non-résidents			Engagements à l'égard des non-résidents			
	1985	1990	1992	1985	1990	1992	
<b>Belgique</b>	<b>Commerciales</b>	<b>53.72</b>	<b>48.59</b>	<b>48.85</b>	<b>63.74</b>	<b>58.89</b>	<b>56.17</b>
Allemagne	Tous types	11.45	19.32	15.98	9.57	11.40	11.60
Allemagne	Commerciales	24.06	30.86	27.98	24.71	23.85	23.87
France	Commerciales et crédit	38.03	32.60	32.97	35.27	33.44	33.02
France	Commerciales	44.35	36.53	38.07	40.48	37.46	39.23
Italie	Commerciales	11.06	9.35	8.54	13.51	13.87	17.51
Luxembourg	Commerciales	86.51	88.54	87.10	83.56	82.20	80.14
Pays-Bas	Tous types	38.67	31.57	27.99	35.19	26.19	23.10
Norvège	Tous types	7.28	5.55	7.07	18.43	21.04	12.35
Suède	Commerciales	2.69	8.24	31.26	3.21	8.18	48.81
Suisse	Tous types	37.83	34.36	35.30	29.17	28.42	29.31
Suisse	Commerciales (grandes)	51.99	48.49	49.72	40.70	42.13	43.72
OCDE <sup>1</sup>	Commerciales	35.7	34.8	38.0	35.1	35.0	40.7
OCDE <sup>1</sup>	Tous types <sup>2</sup>	18.8	21.0	17.4	18.6	21.7	16.7
Sauf Luxembourg	Commerciales	28.8	28.4	27.8	28.9	29.9	30.9

1. Pays énumérés ci-dessus.

2. Y compris Danemark «Commerciales et épargne», et France «Commerciales et crédit».

Source : OCDE, *La rentabilité des banques*, Paris, 1994.

monétaire afin d'attirer suffisamment de fonds à court terme pour préserver l'équilibre extérieur<sup>26</sup>.

Malgré l'ampleur de leur excédent financier, les ménages et les entreprises n'assuraient qu'une très faible part des besoins de financement de l'État et ne jouaient qu'un rôle mineur sur le marché des titres de la dette publique. Le marché primaire des certificats de trésorerie était réservé aux intermédiaires financiers belges et luxembourgeois. Le marché secondaire était pratiquement non existant et, en dehors des intermédiaires financiers, seuls quelques sociétés d'assurance et fonds de pension y avaient accès. Sous l'effet de ces restrictions à l'accès au marché, le rendement des certificats de trésorerie était en général supérieur au BIBOR (*Belgian Interbank Offered Rate*) pour la même échéance – situation assez anormale par rapport au reste des pays de l'OCDE. Cette

Tableau 10. **Position financière des principaux secteurs : épargne/investissement (ou solde financier)**

En pourcentage du PIB

	1985-89 moyenne	1990	1991	1992	1993	1994	1985	1989
							<i>Pour mémoire</i>	
<b>Ménages</b>								
Épargne brute <sup>1</sup>	11.4	12.5	14.7	15.1	16.4	15.8	10.7	13.4
Formation brute de capital	5.2	6.5	6.0	6.6	6.3	6.2	4.5	6.2
Capacité nette de financement <sup>1,2</sup>	6.2	5.9	8.5	8.5	10.1	9.5	6.2	7.2
<b>Entreprises</b>								
Épargne brute	11.6	12.0	10.1	9.9	9.7	10.1	10.2	12.9
Formation brute de capital <sup>1</sup>	9.9	12.7	12.1	11.3	10.0	10.2	8.3	11.9
Capacité nette de financement <sup>1,2</sup>	2.4	-0.2	-1.4	-0.9	-0.1	-0.4	2.7	1.4
<b>Secteur privé</b>								
Capacité nette de financement <sup>1,2</sup>	8.6	5.7	7.2	7.6	10.0	9.1	8.9	8.6
<b>Administrations publiques</b>								
Épargne brute	-5.1	-3.5	-4.4	-4.5	-4.8	-4.0	-5.6	-4.3
Formation brute de capital	1.9	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	2.3	1.4
Besoin net de financement (-) <sup>2</sup>	-7.7	-5.5	-6.5	-6.7	-6.6	-5.4	-8.9	-6.3
<b>Ajustements statistiques</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.7</b>
<b>Ensemble de l'économie</b>								
Besoin net de financement (-) ou capacité nette de financement <sup>2</sup>	1.3	0.7	1.6	2.0	4.4	4.6	0.1	1.6

1. Avant ajustements statistiques.

2. Définition de la Banque nationale de Belgique. La capacité nette de financement est égale à l'épargne brute, plus les transferts nets en capital, moins la formation brute de capital.

Source : Banque nationale de Belgique.

structure correspondait à une sorte de subvention implicite du secteur public au secteur privé et expliquait en partie pourquoi les taux pour les prêts à court terme des banques aux entreprises pouvaient être si proches du taux interbancaire. Dans le compartiment du long terme, la plupart des émissions d'obligations d'État étaient prises ferme par un consortium de quelque 70 banques commerciales et caisses d'épargne et souscrites directement par ces banques, de même que par des institutions publiques de crédit et par le Fonds des rentes – institution gérée conjointement par la Banque centrale et le ministère des Finances. Bien qu'il n'y ait eu aucun obstacle institutionnel à l'achat d'obligations d'État par le grand public, les ménages manifestaient une préférence marquée pour d'autres formes

Tableau 11. **Structure de la dette publique par détenteurs**

Dette brute du secteur public, en fin de période

Pourcentages

	Total	Résidents				Non-résidents
		Total	Secteur privé non financier	Secteur financier	Secteur public	
1980	100	94.1	24.0	67.1	3.0	5.9
1981	100	90.6	21.2	67.1	2.2	9.4
1982	100	86.4	18.4	66.1	1.9	13.6
1983	100	85.5	16.9	67.0	1.7	14.5
1984	100	84.5	15.8	66.9	1.7	15.5
1985	100	85.3	15.7	68.0	1.6	14.7
1986	100	84.8	15.1	68.2	1.6	15.2
1987	100	84.2	15.3	67.4	1.5	15.8
1988	100	83.1	16.5	64.9	1.6	16.9
1989	100	81.7	16.2	63.7	1.7	18.3
1990	100	81.6	17.5	62.3	1.8	18.4
1991	100	78.7	19.6	57.2	1.9	21.3
1992	100	79.4	21.1	55.8	2.5	20.6
1993	100	79.8	20.8	56.1	2.9	20.2
1994	100	80.8	19.5	58.4	2.9	19.2

Source : Banque nationale de Belgique.

de placement de leur épargne : en ce qui concerne leurs placements sur le marché national, ils privilégiaient en effet des instruments comme les dépôts d'épargne réglementés des banques (assortis d'un régime fiscal préférentiel), et les bons de caisse. Les banques employaient elles-mêmes ces ressources pour acquérir des titres d'État. En conséquence, la part de la dette publique détenue par le secteur privé non financier s'est inscrite en recul sensible durant les années 80, pour s'établir à un peu plus de 15 pour cent, tandis que celle du secteur financier restait assez stable aux alentours de 65 pour cent et que celle des étrangers augmentait pour ressortir à près de 20 pour cent (tableau 11). La progression de la part de la dette publique détenue par les étrangers a correspondu avant tout à la politique suivie par le Trésor à partir de 1978 – consistant à emprunter en devises (tableau 12)<sup>27</sup>.

Les entreprises avaient modérément recours aux financements d'origine externe, en partie dans la mesure où, dans l'ensemble, elles disposaient d'une

Tableau 12. **Composition de la dette publique**<sup>1</sup>

Pourcentages

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Total</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>En francs belges</b>									
Total	<b>81.17</b>	<b>82.19</b>	<b>82.91</b>	<b>83.34</b>	<b>84.61</b>	<b>85.72</b>	<b>87.81</b>	<b>83.25</b>	<b>85.55</b>
Court terme	29.95	29.05	26.90	27.49	26.93	24.69	23.22	18.76	23.47
dont : Certificats						22.17	20.31	16.08	20.15
Long terme	51.22	53.14	56.01	55.85	57.68	61.03	64.59	64.49	62.08
dont : OLO				1.21	4.91	16.64	27.17	37.20	44.62
<b>En devises</b>									
Total	<b>18.83</b>	<b>17.81</b>	<b>17.09</b>	<b>16.66</b>	<b>15.39</b>	<b>14.28</b>	<b>12.19</b>	<b>16.75</b>	<b>14.45</b>
Court terme	9.52	9.35	8.58	8.53	7.61	6.49	4.91	9.22	6.49
Long terme	9.31	8.46	8.51	8.13	7.78	7.79	7.28	7.53	7.96

1. Compte non tenu des communes et régions.

Source : Ministère des Finances.

capacité nette de financement. Les emprunts bancaires – à court comme à long terme – constituaient alors la forme dominante de financement, en particulier pour les petites et moyennes entreprises. Les émissions d'actions publiques étaient découragées par le régime fiscal défavorable de ces valeurs et par une Bourse qui, pour diverses raisons<sup>28</sup>, était assez peu compétitive et attrayante pour les investisseurs ainsi que pour les entreprises à la recherche de moyens de financement. Les émissions obligataires du secteur privé jouaient un rôle négligeable, non pas tant en raison de l'effet d'éviction produit par l'ampleur de la dette publique – les ménages avaient suffisamment de ressources pour financer le déficit public et les besoins des entreprises – mais plutôt par le fait que les emprunteurs et prêteurs privés, dès lors qu'ils se portaient sur le marché obligataire, préféraient le faire au Luxembourg, ce qui présentait des avantages considérables – notamment l'absence totale de retenue à la source et de droits de succession, ainsi qu'une réglementation moins rigoureuse. En conséquence, la part des investissements productifs belges financée par émissions d'actions et d'obligations de sociétés était assez modeste. Le marché des billets de trésorerie – titres à court terme émis directement par les entreprises – était quasi inexistant, en raison de la taille relativement limitée de la plupart des entreprises belges, mais aussi de la vive concurrence entre banques dans ce secteur, qui se traduisait

par des conditions de crédit intéressantes. L'essentiel des crédits hypothécaires aux ménages était assuré par les institutions publiques de crédit et les prêts bancaires ont fortement contribué à l'accélération marquée du crédit à la consommation dans la seconde moitié des années 80, la part des banques dans ce domaine étant portée à 60 pour cent, tandis que celle des financements directs par les commerçants diminuait. Néanmoins, au regard de leur revenu disponible, l'endettement brut des ménages (emprunts hypothécaires et crédits à la consommation) – de l'ordre de 35 pour cent – restait faible par rapport aux autres pays de l'OCDE; en outre, en termes nets, les ménages enregistraient une position créditrice considérable.

En résumé, à la fin des années 80, le système financier se caractérisait par une forte intermédiation, les banques jouant un rôle dominant dans la transmission des fonds des ménages vers le secteur public comme vers celui des entreprises. Cette situation présentait un contraste marqué avec l'expérience de la plupart des pays de l'OCDE, dans lesquels l'intermédiation bancaire avait fortement décliné dans les années 80, à la suite de la vague d'innovation et de libéralisation financières. Ce manque de concurrence, de développement et de perfectionnement des marchés de capitaux produisait plusieurs effets négatifs venant souvent se renforcer mutuellement. Le coût du service de la dette publique était d'une lourdeur inutile, même s'il tenait en partie à la distorsion induite par la fiscalité – notamment une retenue à la source de 25 pour cent sur les paiements d'intérêts – et aux sorties de capitaux à long terme qui en sont résultées et qui ont contraint les autorités à maintenir des taux élevés sur le marché monétaire pour susciter des entrées de fonds à court terme. Les ménages bénéficiaient d'un certain nombre de services bancaires gratuits, mais étaient pénalisés par une rémunération de leurs comptes bancaires qui, en moyenne, était nettement inférieure aux taux de marché. Plus généralement, les intervenants des marchés de capitaux ne tiraient pas autant avantage que dans d'autres pays de la multiplication des nouveaux instruments financiers – des instruments dérivés notamment – et des techniques de couverture leur ouvrant plus de facultés de gestion de leurs risques. En conséquence, la place de Bruxelles devenait de moins en moins intéressante pour les investisseurs et de plus en plus vulnérable à la concurrence des marchés étrangers.

Cette situation peu satisfaisante ainsi que la volonté d'échapper à la retenue à la source sur les revenus des actifs financiers ont suscité une diversification

croissante des portefeuilles des ménages. Cette diversification s'est généralement faite par l'intermédiaire des fonds communs de placement du Luxembourg proposant des placements financiers en devises permettant souvent, en pratique, aux investisseurs d'échapper à la retenue à la source<sup>29</sup>. C'est pour cette dernière raison que les investisseurs belges ont aussi placé des fonds sur des comptes d'épargne libellés en francs auprès de banques luxembourgeoises<sup>30</sup> et sous forme de parts libellées en francs des fonds communs luxembourgeois qui réinvestissaient tout simplement ces ressources sur le marché interbancaire belge. Enfin, les investisseurs belges ont massivement acheté des obligations libellées en francs luxembourgeois, souvent émises par des entreprises belges. Dans ces deux derniers cas, on a abouti à un «mouvement en circuit fermé» provoquant – outre une perte de recettes pour le Trésor – une perte d'activité, de commissions et, en dernière analyse, d'emplois pour le centre financier de Bruxelles. Toutefois, en l'absence du centre financier du Luxembourg, les sorties de capitaux belges à destination de refuges fiscaux en dehors de l'UEBL auraient pu être plus importantes, de sorte que le circuit fermé belgo-luxembourgeois a probablement eu un effet plus positif qu'il n'en aurait été autrement sur la balance des paiements de l'UEBL, le cours de change du franc et les taux d'intérêt belges<sup>31</sup>. D'un autre côté, la situation des marchés de capitaux ne semble pas avoir eu de répercussion directe et sensible sur les investissements productifs, même si, de façon plus indirecte, elle a certainement pesé sur les performances macroéconomiques du pays – notamment en raison de son impact négatif sur le déficit budgétaire, la conduite de la politique monétaire et les sorties de capitaux qui ont abouti à un loyer de l'argent d'une cherté excessive.

## **Les grands traits de la réforme**

La grande refonte des marchés de capitaux qui a commencé en 1989 a été suscitée par les nombreuses insuffisances de ces marchés que l'on vient de décrire, ainsi que par le sentiment que le mouvement mondial de déréglementation et d'innovation financières et le processus d'intégration européenne exigeaient impérieusement que :

- Bruxelles s'aligne plus nettement sur les autres places financières internationales, en particulier du point de vue de la concurrence, de l'efficacité et de la surveillance prudentielle ; et que

- les instruments et méthodes employés dans la conduite de la politique monétaire soient harmonisés avec ceux des autres banques centrales de l'UE.

Cette réforme a été complétée par une refonte du régime de changes ainsi que par diverses modifications de la fiscalité des instruments financiers. En fin de compte, c'est un nombre impressionnant de mesures qui ont été prises.

Le déroulement de la réforme a largement été guidé par des considérations pratiques et surtout par l'interaction attendue des différentes mesures. En conséquence, pour asseoir l'édifice, la retenue à la source sur les paiements d'intérêts relatifs aux nouveaux actifs financiers a été ramenée en mars 1990 de 25 à 10 pour cent, tandis que le marché des changes à deux niveaux était supprimé. En outre, en juin de la même année, le franc belge a été officiellement arrimé aux devises fondamentalement fortes du mécanisme de change. Cette dernière décision impliquait le maintien du cours du franc belge vis-à-vis de ces monnaies – en pratique, le deutschemark – à un niveau proche de son cours pivot, en tant qu'objectif intermédiaire de la politique monétaire ; ces cours devaient être défendus en agissant sur les taux d'intérêt à court terme – l'objectif final des autorités monétaires restant bien entendu la stabilité des prix. La réduction de la retenue à la source était destinée à atténuer l'attrait des actifs financiers étrangers pour les investisseurs nationaux, à freiner les sorties de capitaux et à faciliter l'application de la nouvelle politique des changes. Cet ensemble de mesures, en stimulant la confiance dans le franc belge, devait lui-même renforcer encore l'attrait des actifs – existants ou à introduire bientôt – libellés dans cette monnaie vis-à-vis des actifs en devises, aussi bien pour les investisseurs nationaux qu'étrangers. De même, il y avait une interaction importante entre le changement de cap de la politique monétaire et le choix de la stabilité des changes comme objectif intermédiaire de cette politique monétaire. De l'avis des autorités, le lien étroit avec le deutschemark a donné une référence claire qui a aidé les intervenants du marché monétaire à s'habituer au nouveau système et à mieux comprendre les actions et motivations de la Banque nationale ; en outre, les nouveaux instruments de la politique monétaire et ses modalités de mise en œuvre ont amélioré la crédibilité des engagements en matière de cours de change, dans la mesure où ils ont assuré une séparation plus stricte de la politique des taux d'intérêt et de la gestion de la dette publique et permis de mieux utiliser les taux d'intérêt pour contrer des pressions externes. Ils ont en outre amené la Belgique à respecter, avant l'heure,

les exigences du traité de Maastricht concernant le financement monétaire du Trésor par la Banque nationale.

Par rapport à ce qu'ont connu les autres pays de l'OCDE dans ce domaine, les traits distinctifs de la réforme financière belge résident dans son ampleur et dans l'accent qu'elle a mis sur le marché des titres de la dette publique et la conduite de la politique monétaire. L'objectif a consisté à renforcer la crédibilité de la politique de monnaie forte et à réduire les taux d'intérêt et le coût du service de la dette publique – démarche fort raisonnable compte tenu du poids de cette dette, de la nécessité d'un assainissement budgétaire et de l'importance d'une monnaie forte pour une petite économie ouverte.

### ***Le marché des titres de la dette publique et la conduite de la politique monétaire***

L'intensification de la concurrence et l'introduction d'instruments de la dette publique plus souples et plus intéressants étaient essentielles pour l'amélioration de la gestion de la dette publique et pour la réduction des taux d'intérêt effectifs, de façon à alléger la charge d'intérêts pour l'État. La création de véritables «titres de référence» en francs belges comparables à ceux qui existent pour d'autres monnaies constituait aussi un élément important de la démarche suivie. En conséquence, dans le cadre de l'une de ses premières mesures, le gouvernement a introduit les obligations linéaires (OLO) en 1989. Grâce à leurs principales caractéristiques<sup>32</sup>, ces obligations ont permis d'améliorer la liquidité et de réduire de façon appréciable les coûts de transaction sur ce segment du marché. En outre, les OLO ont bénéficié d'un nouveau régime fiscal, étendant l'exemption de la retenue à la source (qui, pour tous les autres instruments financiers, était réservée aux investisseurs étrangers) à toutes les catégories d'investisseurs nationaux, pour lesquels cette retenue ne constitue pas un impôt final. Les autres investisseurs résidents – essentiellement les personnes physiques – ont tout de même pu acquérir des OLO, à condition de les conserver auprès d'un registre public approprié<sup>33</sup>. L'attrait exercé par les OLO a encore été renforcé par l'institution, au début de 1991, de «spécialistes en valeurs d'État (*primary dealers*)», – établissements de crédit belges et luxembourgeois – choisis par le ministère des Finances pour avoir une exclusivité d'accès au marché primaire des valeurs du Trésor avec l'obligation de coter ces instruments sur le marché secondaire sur une base permanente<sup>34</sup>. Le marché des titres à court terme de la dette publique a



fait l'objet d'une profonde réorganisation au début de 1991 dans le cadre de la réforme de ces instruments et de la conduite de la politique monétaire (voir plus loin). Les certificats de trésorerie existants ont été remplacés par de nouveaux certificats dématérialisés et généralement plus intéressants, émis par voie d'adjudications hebdomadaires. Les autorités leur ont accordé le même traitement fiscal que les obligations linéaires. Dans un premier temps, seuls les investisseurs exemptés de la retenue à la source ont eu accès aux marchés primaire et secondaire de ces valeurs<sup>35</sup>, mais en 1994 ces titres ont été proposés à tous les investisseurs, y compris les ménages. Sous l'effet de cet ensemble de mesures, le nombre d'intervenants potentiels sur le marché des titres d'État a considérablement augmenté et le consortium de banques prenant ferme les obligations d'État a été supprimé. En outre, le Trésor s'est vu donner la possibilité d'utiliser des méthodes de gestion de la dette publique plus modernes et plus souples.

Les instruments et méthodes employés pour la conduite de la politique monétaire ont été profondément remaniés au début de 1991. La Banque nationale a renoncé à sa pratique consistant à appliquer sa politique des taux d'intérêt par fixation discrétionnaire des taux directeurs du marché monétaire – en l'occurrence les taux des certificats de trésorerie – en consultation avec le ministère des Finances et en émettant ces certificats «en continu», c'est-à-dire au fur et à mesure des besoins. A l'instar de la plupart des autres Banques centrales, la Banque nationale a par contre adopté la méthode consistant à influencer les taux du marché de façon indirecte, soit en décidant des conditions et de l'ampleur du recours par les intervenants du marché monétaire à ses facilités et concours, soit en intervenant directement sur le marché même. Ces changements ont eu pour conséquence importante de dissocier clairement les responsabilités des opérations monétaires, d'une part, et celles qui ont trait à la politique budgétaire et à la gestion de la dette publique, de l'autre. Par ailleurs, le financement monétaire direct ou indirect du Trésor par la Banque nationale s'en est trouvé dans un premier temps strictement limité, puis (à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1993) entièrement aboli, permettant ainsi à la Belgique de satisfaire une des conditions prévues par le traité de Maastricht pour la transition vers la phase II du processus d'Union économique et monétaire (UEM) en Europe<sup>36</sup>.

En ce qui concerne la mise en œuvre de la politique monétaire, les nouveaux instruments introduits par la réforme de janvier 1991 ont permis d'agir sur les

taux du marché monétaire de deux façons : via une politique directe de taux d'intérêt et via la régulation de la liquidité du marché monétaire.

La Banque nationale indique désormais clairement, en annonçant ses propres taux, comment elle souhaite voir évoluer les taux à court terme. C'est essentiellement en modifiant le « taux central » que la Banque gère au jour le jour les taux du marché monétaire. Dans ces conditions, le taux central, auquel les 15 spécialistes en valeurs d'État peuvent financer ou placer tout solde débiteur ou créateur qu'ils sont susceptibles de détenir en fin de journée, à concurrence d'un plafond de 350 millions de francs belges, est comparable au taux allemand de prise en pension. Normalement, le taux annoncé à l'avance pour les adjudications périodiques de crédits en volume correspond au taux central, qui détermine le taux des principales facilités offertes par la Banque pour les positions en fin de journée : premièrement les avances courantes grâce auxquelles les établissements de crédit belges et luxembourgeois peuvent financer, dans la limite d'un plafond leurs positions débitrices en fin de journée ; et deuxièmement les deux taux de dépôt (tranche ordinaire et tranche supplémentaire) auxquels ces établissements peuvent placer leurs excédents de trésorerie auprès de l'Institut de garantie et de réescompte. La Banque nationale utilise également deux autres taux officiels : le taux d'escompte, réintroduit en juin 1991, et le taux des avances hors plafond, ces deux taux n'ayant qu'une valeur symbolique<sup>37</sup>. La modification des taux officiels a un effet d'annonce très marqué. Les autorités estiment que ces taux peuvent utilement compléter la panoplie de mesures disponibles, puisque la Banque nationale est ainsi à même de lancer des signaux clairs au marché pour ce qui est de l'orientation de la politique monétaire, par exemple pour confirmer l'attachement à la politique de monnaie forte en modifiant les taux officiels parallèlement aux taux de la banque centrale du pays de la monnaie d'ancrage du franc belge.

La Banque nationale influe en outre sur le volume de la liquidité à la disposition des intervenants du marché monétaire. Elle fait en sorte que ces intervenants soient structurellement tributaires de ses concours en francs belges. L'action sur la liquidité fait appel à un certain nombre de techniques d'intervention. Les adjudications hebdomadaires de crédits constituent une source de liquidité structurelle offerte à tous les établissements de crédit. Le réglage fin de la liquidité du marché monétaire s'effectue essentiellement par le biais des spécialistes en valeurs d'État et des opérations de pension, lesquelles n'ont pas d'effet

direct sur le prix et le rendement des titres supports. Les interventions directes d'open market sur le marché des titres du Trésor ont le même effet sur la liquidité que la partie «comptant» d'une opération de pension de titres, mais contrairement à cette dernière, elles influent aussi sur le taux et le rendement des titres négociés. La Banque nationale peut recourir à ces interventions directes pour agir sur le comportement à long terme du marché monétaire. Selon que les opérations de la Banque aboutissent en fin de journée à un excédent ou un déficit résiduels sur le marché monétaire, les intervenants du marché monétaire (les établissements de crédit belges et luxembourgeois) doivent effectuer auprès de la Banque des placements ou des emprunts à des taux moins avantageux que ceux du marché. En créant un déficit en fin de journée (volume de crédits inférieur aux besoins), la Banque amène les intermédiaires financiers à relever leurs taux d'intérêt pour obtenir les fonds. A l'inverse, un excédent en fin de journée exerce une pression à la baisse sur les taux du marché.

### *Les marchés des capitaux privés*

Dès le mois de décembre 1990, des mesures avaient été appliquées dans le cadre de la loi sur les opérations financières et sur le marché financier afin de modifier l'organisation des marchés de capitaux et notamment de la Bourse de Bruxelles. Il s'agissait principalement d'assurer la liquidité du marché en ramenant vers la Bourse des opérations hors marché et des transactions à l'étranger; de promouvoir la transparence du marché en imposant des normes de déclaration des opérations continuant de se dérouler hors Bourse; d'assurer la sûreté des opérations en les automatisant; enfin, de fournir les meilleurs services possibles en renforçant les sociétés de Bourse. Parallèlement, les frais de courtage – pour les transactions sur actions comme sur obligations – ont fait l'objet d'une libéralisation partielle en vue d'améliorer la concurrence et de maintenir des coûts de transactions aussi faibles que possible à l'instar des autres places financières. Pour améliorer la liquidité des marchés belges des actions et des obligations, le marché des contrats à terme et des options, le Belfox<sup>38</sup>, a été créé en avril 1991 en le plaçant sous la surveillance prudentielle de la Commission bancaire et financière. La cotation des contrats à terme a démarré en décembre 1991 sur la base d'une obligation d'État notionnelle. Pour lancer le marché des options, on a retenu cinq des actions les plus activement négociées. Enfin, pour permettre la cotation d'options sur indices boursiers, un indice spécial reflétant l'évolution des

cours de 20 actions de premier plan (le BEL 20) a été créé. Des options sur contrats à terme sur obligations d'État ont aussi été introduites. En ce qui concerne le marché des obligations privées, le coût pour les emprunteurs a été réduit par la suppression du droit de timbre, la réduction de divers droits d'émission et l'introduction d'une procédure simplifiée d'homologation du prospectus par la Commission bancaire et financière. En outre, en 1994, le régime fiscal des titres dématérialisés – comme les OLO – a été étendu à toutes les valeurs à revenu fixe par la généralisation des comptes dits X/N<sup>39</sup>. Une autre mesure importante a résidé dans l'introduction des billets de trésorerie, dématérialisés et exemptés de la retenue à la source. Enfin, le cadre juridique nécessaire à la titrisation a été mis en place<sup>40</sup>.

Cet aperçu de la réforme peut être complété par un bref examen de ses caractéristiques en termes de :

- renforcement de la concurrence ; et
- protection du consommateur de services financiers par la réglementation.

Sur le premier point, la concurrence s'est trouvée renforcée par la plupart des mesures évoquées ainsi que par la déspecialisation des établissements de crédit – banques de dépôts, caisses d'épargne et institutions publiques de crédit – qui était pratiquement achevée, au moins du point de vue juridique, au début de 1993 et qui a fait de la Belgique l'un des rares pays de l'OCDE ne connaissant aucune distinction juridique entre différentes catégories de «banques». Ce processus s'est accompagné de la déréglementation des taux d'intérêt sur les dépôts et crédits bancaires. La réduction de la retenue à la source a aussi stimulé la concurrence : comme on le verra, en limitant l'attrait des comptes d'épargne réglementés – qui sont exonérés jusqu'à un certain montant de la retenue à la source, mais qui restent les seuls instruments d'épargne assortis d'un plafonnement administratif des taux de rémunération – cette réduction de la retenue à la source a incité les banques à proposer aux épargnants d'autres formules d'épargne plus intéressantes, notamment des parts de fonds de placement ou, plus précisément, d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) en francs belges. Enfin, la tarification des services bancaires a fait l'objet d'une libéralisation partielle, dans un premier temps, puis complète. Sur le second point, les autorités ont cherché à accroître la protection du consommateur de services financiers en rendant les marchés de capitaux plus transparents et en

réduisant le risque « d'opérations d'initiés ». A cet effet, elles ont mis en place un nouveau régime réglementaire des OPCVM<sup>41</sup> et amélioré la surveillance des gestionnaires de portefeuille et des conseillers en placements, ainsi que des courtiers en change et en dépôts ; enfin, elles ont transposé en droit belge les directives de l'UE sur la coordination bancaire et la surveillance consolidée des établissements de crédit<sup>42</sup>.

## **Les résultats**

Les résultats directs de cette réforme financière ont jusqu'ici été contrastés, même si l'impact global a été très largement positif. Au risque de simplifier les choses à l'extrême, on peut dire que les mesures prises ont été efficaces en ce qui concerne le marché des instruments de la dette publique et la conduite de la politique monétaire, mais qu'elles n'ont permis qu'en partie de revitaliser les marchés des capitaux privés. Ces derniers continuent d'être éclipsés par le marché des titres d'État, même si, dans une large mesure, c'est sans doute inévitable dans un pays où la dette publique représente quelque 135 pour cent du PIB. La structure des soldes financiers sectoriels n'a pas changé radicalement, bien que leur composition ait réagi, parfois vivement, à l'intensification de la concurrence et au moindre rôle du secteur bancaire dans le processus d'intermédiation, certains instruments financiers nouveaux – comme les parts d'OPCVM en francs belges et les billets de trésorerie – ont éclipsé les anciens, notamment les dépôts bancaires réglementés et les crédits bancaires à court terme. Les mouvements internationaux de capitaux ont aussi réagi positivement, avec le passage d'une situation de sorties nettes de valeurs de portefeuille à des entrées nettes, dans un premier temps en raison du recul des achats de titres étrangers par les résidents, puis de l'augmentation de la demande de valeurs belges par les investisseurs étrangers. Ainsi les autorités n'ont plus été obligées de maintenir des taux d'intérêt élevés dans le compartiment du court terme pour obtenir un niveau suffisant d'entrées de fonds à court terme. Cela étant, le marché des actions et celui des obligations du secteur privé n'ont que peu progressé et la titrisation reste quasi inexistante. De même, le « mouvement en circuit fermé » entre la Belgique et le Luxembourg n'a été que partiellement affecté par la réforme – le gonflement des SICAV belges a certes réduit la popularité des fonds de placement équivalents du Luxembourg, mais le marché luxembourgeois des obliga-

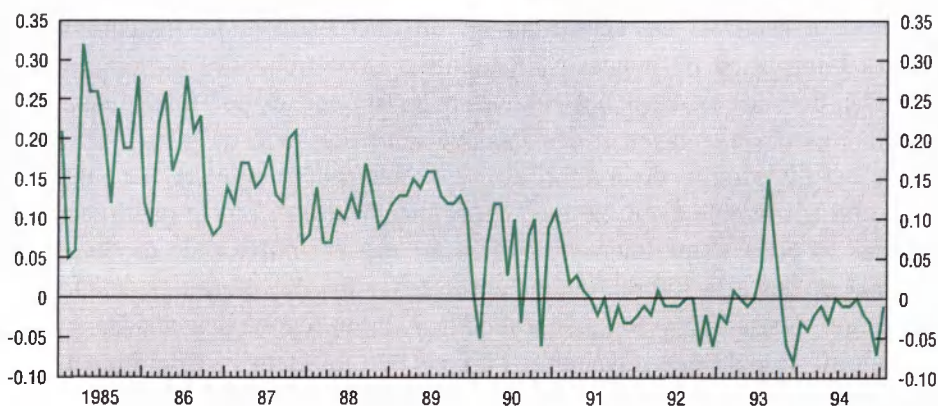
tions du secteur privé continue d'être l'un des grands concurrents du marché belge.

En ce qui concerne l'impact de la réforme sur l'économie, l'efficacité allocative a peut-être été accrue au niveau microéconomique essentiellement grâce à l'apparition de nouveaux instruments et de nouvelles techniques<sup>43</sup>. En revanche, pour les ménages, les banques et les entreprises non financières, il y a eu à la fois des avantages et des inconvénients, de sorte qu'il est difficile de déterminer l'impact net de la réforme. C'est seulement pour le secteur public que le résultat net semble avoir été incontestablement positif. Sur le plan macroéconomique, il est, comme toujours, difficile de mettre en évidence des avantages directement liés à la réforme financière. Néanmoins, la réforme – entendue au sens large, c'est-à-dire y compris la modification du régime des changes et de la conduite de la politique monétaire – a constitué un élément déterminant de la politique économique générale et s'est accompagnée, au moins jusqu'à la récession de 1993, par de bons résultats macroéconomiques et une nette amélioration des indicateurs clés de la position internationale du pays, comme les écarts de taux d'intérêt vis-à-vis de l'Allemagne. Enfin, il convient de noter que cette réforme n'a que peu ou pas posé de problèmes systémiques et même si l'instabilité des taux d'intérêt s'est bel et bien accrue, elle est surtout restée confinée au marché monétaire et, dans une large mesure, elle a été le reflet de chocs d'origine extérieure. On verra maintenant plus précisément comment les grands secteurs de l'économie ont été affectés par la réforme, avant d'examiner brièvement les conséquences de cette réforme pour la politique monétaire et son impact macroéconomique.

### *Le secteur public*

Le secteur public a été le principal bénéficiaire de la réforme, puisque la plupart des objectifs fixés par les autorités dans ce domaine ont été atteints. Plus précisément, la gestion de la dette publique est devenue plus souple et les taux d'intérêt payés par l'État sur la plupart des instruments de la dette publique ont incontestablement baissé par rapport au niveau qu'on aurait observé en l'absence de réforme, même s'il est difficile de quantifier cet effet. Dans le compartiment du court terme, le taux interbancaire constitue une référence convenable pour apprécier les effets de la réforme. Alors que dans la seconde moitié des années 80 le taux des certificats de trésorerie restait en permanence supérieur au taux

Graphique 9. **ÉCART ENTRE LES TAUX DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE  
ET LE TAUX INTERBANCAIRE<sup>1</sup>**  
Pourcentages



1. Taux à trois mois.

Source : Banque nationale de Belgique.

interbancaire, l'écart est devenu marginalement négatif depuis la réforme (graphique 9). Comme les certificats de trésorerie représentent près de 20 pour cent du total d'une dette publique correspondant elle-même à environ 135 pour cent du PIB, même une réduction aussi limitée des taux – de l'ordre de 15 points de base<sup>44</sup> – produit un effet non négligeable sur la charge d'intérêts de l'État. Il n'y a pas de référence comparable dans le compartiment du long terme et, en tout état de cause, tout ne se ramène pas à l'impact de la réforme sur les écarts de taux sur le marché intérieur et ce n'est peut-être pas l'aspect le plus important, puisque c'est toute la structure des taux d'intérêt belges qui s'est trouvée affectée par la réforme financière et par l'amélioration du statut international du franc belge.

Par exemple, l'écart de taux à court terme avec l'Allemagne, qui était de l'ordre de 2½ points en 1986-89 s'est réduit fortement et s'établit à une moyenne proche de zéro depuis la réforme – hormis au second semestre de 1993, lorsqu'à la suite de la crise au sein du SME il s'est fortement creusé. Parallèlement, l'écart de taux longs avec l'Allemagne a reculé de 2 points pour s'établir à moins de 1 point. Le problème est que ces écarts de taux ne reflètent pas seulement des

variables financières, mais aussi de nombreux autres facteurs, notamment des considérations budgétaires. Néanmoins, il semble juste de dire que la réforme financière – entendue au sens large, c'est-à-dire y compris la baisse de la retenue à la source et l'adoption d'une politique des changes plus ambitieuse – a joué un rôle de premier plan dans la réduction de ces écarts de taux. A seule fin d'illustrer ce propos, on notera que si l'on attribuait la moitié de l'évolution des écarts de taux avec l'Allemagne à la réforme, l'économie de paiements d'intérêts pour les administrations publiques réalisée de ce fait représenterait près d'un pour cent du PIB par an<sup>45</sup>.

L'amélioration de la gestion de la dette publique a été permise par l'intensification de la concurrence sur les marchés primaires et par la mise en place de «références objectives», reposant sur des marchés secondaires plus liquides et plus efficaces. Aussi bien pour les OLO que pour les certificats de trésorerie, le coefficient de rotation – c'est-à-dire le rapport du volume annuel de transactions sur le marché secondaire et de l'encours de l'instrument de dette considéré – a sensiblement augmenté ces dernières années, pour dépasser 10 dans le cas des OLO et 7 dans celui des certificats de trésorerie. Ce phénomène traduit l'attrait croissant des instruments de la dette publique et la possibilité offerte à un grand nombre d'investisseurs – aussi bien résidents qu'étrangers – d'acquérir directement ces instruments. De fait, au début des années 90, les ménages et les entreprises non financières ont nettement accru la part de leurs placements financiers sous forme de titres d'État – puisqu'elle est passée de 7 pour cent en 1985-89 à 16 pour cent en moyenne en 1990-91. Toutefois, cette part est retombée en dessous de 7 pour cent en 1992-93, lorsque les ménages ont fortement augmenté leurs placements sous forme de parts d'OPCVM (tableau 13). Tout bien considéré, la multiplication des intervenants sur le marché n'a pas sensiblement modifié la structure de détention des titres de la dette publique, qui reste dominée par les institutions financières belges et luxembourgeoises. La proportion des titres détenus par les étrangers – de l'ordre de 20 pour cent – est restée à peu près stable depuis la réforme, dans la mesure où l'évolution (déterminée par les autorités) de la part des titres d'emprunt libellés en devises a largement annulé celle de l'intérêt manifesté par les investisseurs étrangers pour les titres de la dette publique belge libellés en francs – essentiellement les OLO et certificats de trésorerie (tableaux 11 et 14)<sup>46</sup>. Par exemple, à la suite de la crise au sein du mécanisme de change du SME durant l'été de 1993 et de certaines opérations de



Tableau 13. **Composition des flux financiers du secteur privé non financier**

Milliards de francs belges

	1985-89 moyenne	1990	1991	1992	1993
<b>Capacité nette de financement</b>	<b>448</b>	<b>360</b>	<b>481</b>	<b>535</b>	<b>731</b>
Ménages	325	374	574	597	739
Entreprises	123	-14	-93	-62	-8
<b>Excédent financier</b>	<b>470</b>	<b>441</b>	<b>604</b>	<b>659</b>	<b>851</b>
Nouveaux actifs financiers	933	884	1 196	1 122	1 249
<i>dont :</i>					
Dépôts bancaires, etc. <sup>1</sup>	434	590	629	406	638
OPCVM <sup>2</sup>	101	-32	152	281	601
Emprunts du secteur public <sup>3</sup>	63	200	111	75	77
Obligations de sociétés <sup>4</sup>	-4	-21	-11	-10	-66
Actions de sociétés <sup>4</sup>	10	-17	-1	-13	-55
Billets de trésorerie <sup>4</sup>	0	0	0	2	3
Avoirs financiers à l'étranger <sup>5</sup>	184	219	151	370	135
Nouveaux engagements	464	444	592	463	398
<i>dont :</i>					
Actions	40	16	37	11	22
Obligations	-3	-27	22	-9	10
Prêts bancaires	331	369	359	299	69
(Prêts hypothécaires)	(80)	(100)	(76)	(105)	(138)
Billets de trésorerie	0	0	3	19	15
<b>Écart statistique</b>	<b>-22</b>	<b>-81</b>	<b>-123</b>	<b>-124</b>	<b>-120</b>
<i>Pour mémoire :</i>					
Fonds propres des entreprises	614	762	678	696	709
Bénéfices non distribués	256	303	212	201	206
Amortissements	358	459	466	495	503

1. Comprend tous les actifs détenus dans des établissements de crédit belges.

2. Parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières commercialisées en Belgique.

3. Achats directs de titres émis par le secteur public résident.

4. Achats directs de ces instruments financiers émis par le secteur privé résident (à l'exclusion des établissements de crédit).

5. Actifs détenus directement à l'étranger.

Source : Banque nationale de Belgique.

liquidation de la dette publique détenue par des étrangers, les autorités ont renforcé la part de la dette libellée en devises – pour la porter d'environ 12 pour cent en 1992 à 17 pour cent en 1993 – de sorte que la part de la dette publique totale détenue par les étrangers est restée pratiquement inchangée.

En étoffant et en élargissant les marchés des instruments de la dette publique, les autorités ont pu mieux exploiter les variations effectives et attendues des

Tableau 14. **OLO et certificats de trésorerie par détenteurs**

Milliards de francs belges

	OLO			Certificats de trésorerie <sup>1</sup>			OLO et certificats de trésorerie <sup>1</sup>									
	Total	Belgique et Luxembourg		Total	Belgique et Luxembourg		Autres	Total		Belgique et Luxembourg		Autres				
		Total	<i>dont</i> : Établissements de crédit		Autres	Total		<i>dont</i> : Établissements de crédit	Autres	(%)	Total		<i>dont</i> : Établissements de crédit	(%)		
															(%)	(%)
Février 1991	335	255	202	81	1 582	1 510	1 439	71	1 917	(100)	1 765	(92.1)	1 641	(80.4)	152	(7.9)
Décembre 1991	1 089	889	658	200	1 782	1 709	1 480	73	2 871	(100)	2 598	(90.5)	2 138	(74.5)	273	(9.5)
Décembre 1992	2 117	1 824	1 295	293	1 742	1 659	1 319	83	3 859	(100)	3 483	(90.3)	2 614	(67.7)	376	(9.7)
Décembre 1993	3 239	2 839	1 793	400	1 500	1 372	1 048	30	4 739	(100)	4 211	(88.9)	2 841	(59.9)	430	(9.1)
Décembre 1994	4 165	3 905	2 395	264	1 934	1 874	1 558	60	6 099	(100)	5 779	(94.8)	3 903	(64.8)	320	(5.2)

1. Certificats de trésorerie dématérialisés.

Source : Banque nationale de Belgique.

conditions du marché. A la fin de 1993 et au début de 1994, dans un contexte de taux d'intérêt en baisse ou plus faibles que les précédentes années, elles ont procédé à des opérations massives de refinancement, à concurrence de près de 30 pour cent de la dette publique consolidée libellée en francs belges. Ce refinancement a correspondu, outre la large part de la dette venant à échéance, à l'exercice par le Trésor de l'option de rachat d'obligations classiques émises à la fin des années 80, période de taux d'intérêt élevés. En outre, on a assisté à la conversion spontanée, dans des proportions substantielles, d'obligations classiques en OLO, ainsi que d'OLO à échéances finales rapprochées en OLO à échéances plus éloignées. Compte tenu de la pente prononcée de la courbe des rendements, les autorités ont tiré parti de cette opération de refinancement pour accroître la part de la dette à court terme ou à taux variable – qui est ainsi passée de moins de 30 pour cent à la fin de 1993 à près de 45 pour cent en août 1994<sup>47</sup>. L'économie de paiements d'intérêts qui en est résultée a été estimée à quelque 35 milliards de francs belges à partir de 1994, auxquels il faut ajouter 27 milliards de francs belges à partir de 1995 – soit une économie annuelle totale correspondant à plus de  $\frac{3}{4}$  pour cent du PIB<sup>48</sup>. Ces opérations de refinancement ont produit deux autres effets, à savoir : premièrement une augmentation de la durée moyenne de la dette consolidée belge – de 3.2 ans à la fin de 1990 à 4.5 ans en août 1994 – qui a permis de réduire sensiblement le volume du refinancement prévu pour 1996-97 ; deuxièmement, en raison de la part plus importante de la dette globale dans le compartiment du court terme ou à taux variable, une plus grande vulnérabilité du budget à une éventuelle remontée des taux du marché monétaire.

### *Le secteur bancaire*

La réforme des marchés de capitaux et l'intensification corrélative de la concurrence se sont fortement répercutées sur le système bancaire, principalement en ce qui concerne la nature et les risques de ses opérations ; le coût relatif de ses principales sources de financement ; enfin, les marges d'intermédiation et la rentabilité globale. En revanche, l'effet de désintermédiation produit par la réforme a été modeste : les banques ont bien perdu certains clients sous l'effet du développement remarquable des billets de trésorerie, mais elles sont parvenues à conserver l'essentiel de l'épargne des ménages grâce au succès remporté par les

Tableau 15. **Structure du bilan du système bancaire**

Pourcentages

	1989	1992	1993	1994
<b>EMPLOIS</b>				
<b>Crédits</b>	<b>55.3</b>	<b>59.4</b>	<b>60.2</b>	<b>59.5</b>
<b>Instruments de la dette publique</b>	<b>44.7</b>	<b>40.6</b>	<b>39.8</b>	<b>40.5</b>
Certificats de trésorerie	11.7	9.4	7.5	10.1
Obligations d'État	33.0	31.3	32.2	30.5
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>RESSOURCES</b>				
<b>Fonds à faible taux d'intérêt</b>	<b>40.2</b>	<b>29.3</b>	<b>30.0</b>	<b>32.4</b>
Dépôts à vue	11.7	9.9	10.9	10.8
Dépôts d'épargne réglementés	28.5	19.5	19.1	21.7
<b>Fonds à taux d'intérêt élevé</b>	<b>45.0</b>	<b>62.0</b>	<b>63.7</b>	<b>55.8</b>
Dépôts d'épargne	14.9	24.7	26.5	20.2
Bons	30.0	37.3	37.2	35.6
<b>Prêts interbancaires, nets</b>	<b>6.9</b>	<b>4.2</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>
<b>Autres<sup>1</sup></b>	<b>7.9</b>	<b>4.4</b>	<b>3.2</b>	<b>8.4</b>
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

1. Y compris les emprunts nets en devises.

Source : Banque nationale de Belgique.

fonds de placement qu'elles ont créés. En conséquence, la Belgique reste un pays à forte intermédiation bancaire.

A la suite de l'élimination de pratiquement toutes les distinctions juridiques entre les trois catégories d'établissements de crédit, la structure de leurs bilans a fortement convergé et se présente désormais sous un jour très voisin, ce qui témoigne d'un processus rapide de déspecialisation de ces institutions. L'impact de la réforme a été particulièrement prononcé au passif, où la part des fonds empruntés à relativement faible coût a chuté, de 40 pour cent du total des engagements en 1989 à 30 pour cent en 1993 (tableau 15). La réduction de la retenue à la source a considérablement amoindri l'attrait des comptes d'épargne réglementés – c'est-à-dire des comptes exonérés de la retenue à la source, mais soumis à un plafonnement de la rémunération – et, dans le nouveau contexte de concurrence, les banques ont dû proposer aux épargnants – soit directement, soit par l'intermédiaire de fonds de placement qu'elles administrent – des formules

nouvelles et plus intéressantes de placement, en particulier des bons à moyen terme et des comptes d'épargne non réglementés. La part de ces ressources relativement bien rémunérées est passée de 45 pour cent du total des engagements en 1989 à plus de 65 pour cent en 1993. Ces tendances se sont légèrement inversées en 1994, la baisse des taux du marché monétaire et la nouvelle augmentation de la retenue à la source ayant redonné de l'attrait aux comptes d'épargne réglementés. A l'actif, l'impact de la réforme a été moins marqué. La part des titres de la dette publique (certificats de trésorerie et obligations d'État) est revenue de 45 pour cent à 40 pour cent du total des actifs, mais elle est tout de même restée élevée par rapport à d'autres pays<sup>49</sup>; à l'inverse, la part des crédits (essentiellement) au secteur privé est passée de 55 pour cent à 60 pour cent.

En ce qui concerne la rentabilité des banques, plusieurs facteurs s'ajoutant à la restructuration des engagements sans être tous liés à la réforme ont eu un impact négatif. Les nouvelles techniques d'émission des titres de la dette publique et l'intensification de la concurrence dans ce segment du marché ont d'abord réduit, puis inversé l'écart entre le taux d'intérêt des certificats de trésorerie et le taux interbancaire. Mais surtout, elles ont entraîné l'élimination du consortium pour les obligations publiques, ce qui a provoqué une perte de revenus de commissions pour les banques. Plus généralement, l'intensification de la concurrence – en partie liée à la dérégulation des taux d'intérêt et à la mise en place du marché européen unique<sup>50</sup> – semble avoir exercé des pressions sur les écarts entre taux débiteurs et créditeurs de la plupart des établissements de crédit, ainsi qu'entre ces taux et les taux de référence du marché, à savoir le taux interbancaire et celui des certificats de trésorerie dans le compartiment court du marché, ainsi qu'avec le rendement des obligations d'État pour le long terme. Cela a pu porter préjudice à la rentabilité de certaines catégories de prêts bancaires, notamment les crédits hypothécaires. Toutefois, il est difficile d'être plus précis sur l'évolution de ces écarts – question également centrale pour l'analyse de l'efficacité du processus d'intermédiation – dans la mesure où les séries historiques pertinentes ne sont pas disponibles ou sont d'une validité douteuse. Par exemple, avant 1993, les taux débiteurs et créditeurs des banques étaient des «taux affichés» et, selon la Banque nationale, sans doute peu représentatifs<sup>51</sup>. Enfin, l'application des normes prudentielles internationales (ratios d'adéquation des fonds propres<sup>52</sup>) a contraint les banques à renforcer leurs fonds propres, facteur qui a également pesé sur leur rentabilité globale.

Face à ces évolutions défavorables, les banques ont réduit leurs coûts en diminuant leurs effectifs et le nombre de leurs agences, ainsi qu'en rationalisant leurs opérations, notamment en recourant plus largement à une facturation explicite de leurs services et moins aux subventions croisées. Le nombre d'agences pour 10 000 habitants a été ramené de 11.5 en 1988 à 10.3 en 1992, mais reste de loin le plus élevé d'Europe (tableau 16), en partie en raison de l'accent que les banques belges mettent sur le contact personnel avec leur clientèle. Durant cette période, la Belgique a été dépassée par la plupart des pays de l'OCDE du point de vue du nombre de guichets automatiques de banque par habitant (tableau 17). Le nombre de salariés du secteur bancaire a diminué de quelque 4 pour cent durant la période 1990-92 et cette tendance semble s'être prolongée durant la période plus récente. Toutefois, les charges de personnel en pourcentage du revenu brut restent élevées par rapport à la fin des années 80 et aux autres pays de l'OCDE (tableau 18). Les banques se sont aussi efforcées de relever la proportion des autres revenus par rapport à leurs revenus d'intérêts en développant les activités qui génèrent des honoraires et des commissions, comme les opérations de change, les transactions sur titres et la gestion de fonds de placement. En outre, elles ont cherché à mieux tirer parti des possibilités offertes par l'introduction de nouveaux instruments et de nouvelles techniques dans le domaine financier. Elles ont ainsi fortement accru leurs opérations de hors-bilan sur instruments dérivés, qui sont d'un rendement supérieur à celui de leurs activités traditionnelles, tout en comportant plus de risques. De même, elles se sont portées sur le terrain de l'assurance. La très forte augmentation des opérations de hors-bilan sur instruments dérivés s'explique aussi par la nécessité pour les banques de se couvrir contre le risque d'instabilité des taux d'intérêt qui, à court terme notamment, a parfois fortement augmenté à la suite de la réforme. En conséquence, la taille des opérations de hors-bilan des banques belges<sup>53</sup> représentait 1.4 fois environ celle de leur bilan total à la fin de 1993. Néanmoins, cette situation ne semble pas être anormale par rapport aux autres pays de l'OCDE et le ratio de fonds propres pondérés des risques est de 11 pour cent<sup>54</sup> pour les établissements belges – alors que le ratio international minimum a été fixé à 8 pour cent<sup>55</sup>.

Les activités traditionnelles représentent encore quelque 70 pour cent du revenu total des banques ; en outre, la baisse tendancielle des marges d'intermédiation et de la rentabilité semble s'être poursuivie ces dernières années. La plupart des autres pays ont fait la même expérience à la suite de réformes

**Tableau 16. Le réseau bancaire**  
A l'exclusion de la poste et des chèques postaux

	Nombre d'agences					Nombre d'agences pour 10 000 habitants				
	1983	1987	1989	1990	1992	1983	1987	1989	1990	1992
<b>Belgique</b>	<b>7 572</b>	<b>9 084</b>	<b>11 373</b>	<b>10 244</b>	<b>10 343</b>	<b>7.68</b>	<b>9.21</b>	<b>11.53</b>	<b>10.30</b>	<b>10.32</b>
France	21 491	25 492	25 212	25 569	25 489	3.93	4.62	4.53	4.58	4.47
Allemagne	28 532	44 207	44 073	48 133	49 685	4.65	7.25	7.21	7.68	6.19
Italie	6 766	15 365	15 577	17 721	20 789	1.19	2.69	2.72	3.08	3.66
Pays-Bas	4 373	5 718	5 545	5 446	5 168	3.04	3.95	3.78	3.67	3.43
Royaume-Uni	n.d.	21 961	21 443	20 560	19 024	n.d.	3.88	3.77	3.59	3.30
<b>UE-6</b>	<b>81 234</b>	<b>121 827</b>	<b>123 223</b>	<b>127 673</b>	<b>130 498</b>	<b>3.20</b>	<b>4.79</b>	<b>4.82</b>	<b>4.94</b>	<b>4.71</b>
Danemark	3 625	3 534	3 175	3 002	2 467	7.09	6.92	6.19	5.85	4.79
Finlande	3 520	3 535	3 528	3 302	2 817	7.24	7.21	7.16	6.66	5.60
Norvège	1 969	2 166	1 880	1 796	1 614	4.77	5.22	4.49	4.25	3.79
Suède	1 751	3 498	3 290	3 202	2 910	2.10	4.19	3.92	3.77	3.38
Suisse	n.d.	n.d.	4 130	4 191	4 111	n.d.	n.d.	6.35	6.30	6.05

Source : BRI, *Les systèmes de paiements dans onze pays développés* (divers numéros).

Tableau 17. **Guichets automatiques de banque par habitant**  
Pour 1 million d'habitants

	1978	1983	1986 <sup>1</sup>	1992
États-Unis	44	205	286	..
Japon	111	318	494	..
Allemagne	..	13	66	237
France	19	82	172	306
Italie	..	26	76	245
Royaume-Uni	39	102	182	317
Canada	11	79	127	..
<b>Belgique</b>	..	<b>57</b>	<b>81</b>	<b>109</b>
Danemark	..	49	112	240
Finlande	..	80	322	579
Pays-Bas	..	2	31	263
Norvège	..	84	277	401
Suède	..	135	198	256

1. 1987 pour l'Italie et les petits pays de l'OCDE.

Source : OCDE et BRI.

Tableau 18. **Frais de personnel en pourcentage du revenu brut des banques de l'OCDE**  
En pourcentage

		1979-84	1985-89	1990-92
États-Unis	Banques commerciales	35	31	29
	Mutuelles d'épargne	69	27	28
Japon	Grandes banques commerciales	40	28	30
Allemagne	Tous types de banques	42	41	41
France	Banques commerciales	46	42	40
Italie	Banques commerciales	48	48	45
Royaume-Uni	Banques commerciales	45	38	37
Canada	Banques commerciales	39	34	36
<b>Belgique</b>	<b>Banques commerciales</b>	<b>54</b>	<b>45</b>	<b>46</b>
Danemark	Banques commerciales et caisses d'épargne	38	40	43
	Banques commerciales	42	33	32
Finlande	Banques commerciales	42	33	32
Grèce	Grandes banques commerciales	59	61	46
Pays-Bas	Tous types de banques	42	40	39
Norvège	Tous types de banques	41	33	34
Espagne	Tous types de banques	46	43	37
Suède	Caisses d'épargne	38	30	24
	Banques commerciales	28	24	25
Suisse	Grandes banques commerciales	41	37	37

Source : *La rentabilité des banques*, OCDE, Paris, 1994.



Tableau 19. **Rentabilité des banques<sup>1</sup>**

Ratios moyens, en pourcentage

	Marge d'exploitation/EENF			Marge d'exploitation/TB			Bénéfices avant impôt/EENF			Bénéfices avant impôt/TB		
	80-84	85-89	90-92	80-84	85-89	90-92	80-84	85-89	90-91	80-84	85-89	90-92
<b>Belgique</b>	<b>0.94</b>	<b>1.15</b>	<b>0.95</b>	<b>0.57</b>	<b>0.69</b>	<b>0.59</b>	<b>0.52</b>	<b>0.59</b>	<b>0.49</b>	<b>0.32</b>	<b>0.35</b>	<b>0.30</b>
France	1.71	1.59	1.29	0.95	0.86	0.77	0.66	0.60	0.38	0.37	0.32	0.23
Allemagne	1.39	1.29	1.20	1.07	0.96	0.90	0.82	0.79	0.69	0.63	0.59	0.52
Italie	3.03	3.34	3.25	2.57	2.69	2.71	0.74	1.15	1.36	0.62	0.93	1.13
Pays-Bas	1.51	1.38	1.02	1.04	0.99	0.77	0.57	0.93	0.65	0.39	0.67	0.49
Royaume-Uni	1.87	2.11	1.99	1.35	1.67	1.66	1.22	1.03	0.55	0.88	0.81	0.46
UE-6	1.56	1.57	1.43	1.10	1.09	1.04	0.79	0.85	0.70	0.55	0.60	0.51
Espagne	1.85	2.14	2.30	1.51	1.67	1.80	0.85	1.28	1.52	0.69	1.00	1.19
Portugal	1.46	2.08	4.06	1.25	1.62	2.90	0.55	0.70	1.70	0.47	0.55	1.22
Danemark	3.07	1.91	1.24	2.54	1.53	1.00	1.78	1.02	-0.62	1.48	0.81	-0.51
Finlande <sup>2</sup>	0.81	0.98	0.63	0.75	0.90	0.59	0.32	0.40	-1.16	0.30	0.37	-1.09
Norvège	1.48	1.41	1.20	1.38	1.33	1.13	0.89	0.25	-1.29	0.83	0.23	-1.22
Suède <sup>2</sup>	1.51	2.04	2.25	1.28	1.67	1.93	0.34	1.12	-0.69	0.29	0.91	-0.62
Suisse	1.37	1.59	1.70	1.01	1.17	1.38	0.85	0.92	0.67	0.62	0.68	0.54

1. EENF = engagements envers des entités non financières; TB = total du bilan.

Marge d'exploitation = produits financiers nets + produits non financiers nets - frais d'exploitation (y compris amortissements). Bénéfices avant impôt = marge d'exploitation - provisions (nettes).

2. Statistiques de l'OCDE corrigées en fonction des autres pays.

Source : OCDE, *Statistiques sur la rentabilité des banques*, Banque de Finlande.

financières, mais la rentabilité des banques belges était et reste comparativement faible. Selon la Banque nationale, la marge d'intermédiation des banques - c'est-à-dire la différence de rémunération des actifs et des engagements - ressortait en 1993 à 1.2 pour cent sur l'ensemble des transactions et à 2 pour cent sur les transactions en francs belges avec la clientèle non bancaire. Le manque de statistiques empêche le calcul de cette marge pour la fin des années 80, c'est-à-dire avant la réforme. Toutefois, la Banque nationale a calculé que si la structure des bilans bancaires en 1993 avait été exactement la même qu'en 1989, la marge d'intermédiation sur les transactions en francs belges avec la clientèle non bancaire aurait été de 2.6 pour cent - au lieu de 2.0 pour cent. Même si ce calcul donne une idée de la réduction de la marge d'intermédiation imputable à l'évolution des engagements des banques vers des sources de financement plus onéreuses, il ne permet pas de rendre compte de l'effet de l'évolution des écarts avec les

taux de référence du marché. Les calculs du Secrétariat de l'OCDE confirment ces conclusions. La marge d'intermédiation en pourcentage des fonds engagés vis-à-vis d'entités non financières est revenue de 2.7 pour cent en moyenne pour la période 1985-89 à 2.4 pour cent en 1990-92; en outre, la marge d'intermédiation en pourcentage du total des bilans est revenue de 1.6 à 1.5 pour cent. Ces deux marges comptent parmi les plus faibles d'Europe. Selon le même document du Secrétariat de l'OCDE, le résultat net des banques belges (marge globale brute), en pourcentage du total des bilans, n'est plus que de 1.9 pour cent en moyenne sur la période 1990-92, contre 2.1 pour cent pour 1985-89; de même, les bénéficiaires avant impôts, toujours en pourcentage du total des bilans, se sont repliés de 0.4 à 0.3 pour cent. D'après ces deux critères, la rentabilité des banques est faible par rapport à la normale en Europe, même si les pays nordiques ont enregistré des résultats avant impôts négatifs en 1990-92 (tableau 19). Plus récemment, la marge d'intermédiation sur les transactions en francs belges avec la clientèle non bancaire s'est élargie de nouveau, avec le redressement de la part des comptes d'épargne réglementés dans les engagements des banques<sup>56</sup>. Toutefois, étant donné l'effet négatif de la mauvaise performance des marchés obligataires, la rentabilité des banques est restée à peu près inchangée.

### *Les autres institutions financières*

Les autres institutions financières ont moins ressenti les effets de la réforme, à l'exception des OPCVM, qui se sont développés à un rythme spectaculaire, mais surtout sous le contrôle de banques. Le nombre d'OPCVM belges est passé de 41 à la fin de 1990 à 66 à la fin de 1993, tandis que le nombre total d'OPCVM dont les parts sont commercialisées en Belgique était porté de 164 à 256; leurs actifs, initialement de 800 milliards de francs belges, atteignaient 1 900 milliards de francs belges, avant de s'inscrire en recul modéré en 1994 (tableau 20). L'importance relative des diverses catégories d'OPCVM est cependant restée pratiquement inchangée, les fonds obligataires représentant près de la moitié du total (en termes d'actifs gérés) et les fonds monétaires près d'un tiers. Le succès des OPCVM tient à leur régime fiscal avantageux : le petit épargnant ayant des parts d'OPCVM peut capitaliser le revenu de son placement sans acquitter le moindre impôt à ce titre. En conséquence, les placements traditionnels en actions, obligations et instruments du marché monétaire se sont de plus en plus souvent effectués par l'intermédiaire d'OPCVM qui ont joué un rôle croissant de bailleurs

Tableau 20. **Fonds de placement collectif (OPCVM)**

OPCVM spécialisés dans	Fin 1990			Fin 1993			Fin 1994		
	Nombre	Actifs		Nombre	Actifs		Nombre	Actifs	
		Milliards de FB	Pourcentage		Milliards de FB	Pourcentage		Milliards de FB	Pourcentage
Marché monétaire	..	249	31	..	597	31	..	492	27
Obligations	..	370	46	..	884	46	..	817	46
Actions	..	80	10	..	190	10	..	206	11
Épargne et retraite	..	65	8	..	126	7	..	128	7
Immobilier	..	13	2	..	10	1	..	10	1
Autres	..	24	3	..	100	5	..	141	8
<b>Total des OPCVM commercialisés en Belgique</b>	<b>164</b>	<b>801</b>	<b>100</b>	<b>256</b>	<b>1 907</b>	<b>100</b>	<b>..</b>	<b>1 794</b>	<b>100</b>
<i>dont</i> : OPCVM belges	40	..	..	66	..	..	..	..	..

Source : Commission bancaire et financière et Association belge des organismes de placement collectif.

de fonds pour le secteur public et d'actionnaires pour les sociétés belges. Les marchés de capitaux se sont par là-même institutionnalisés et l'intermédiation bancaire a baissé. Par exemple, en 1993, les OPCVM ont collecté près de 50 pour cent des flux financiers bruts des ménages et des sociétés<sup>57</sup>. En outre, le gonflement des OPCVM belges a freiné le «mouvement en circuit fermé» avec le Luxembourg. Même si cela n'a pas eu d'effet pratique sur la position du franc belge et les taux d'intérêt, ce qui est en cause c'est de savoir si des commissions ou des emplois sont générés en Belgique ou au Luxembourg. Plus récemment, cependant, les autorités ont sensiblement alourdi la fiscalité des parts de SICAV en vue de compenser une partie de la perte de leurs recettes au titre de la retenue à la source. C'est ce facteur, mais aussi plus spécialement la chute des cours obligataires, qui explique le recul des actifs des OPCVM en 1994<sup>58</sup>.

### ***Le secteur privé non financier***

Pour les ménages et les entreprises, les effets directs de la réforme financière ont été multiples, même si, dans l'ensemble, ils semblent avoir été moins marqués que pour le secteur public et le système bancaire. Les ménages et les entreprises ont bénéficié de la tendance des taux d'intérêt sur de nombreux instruments d'épargne courte – comme les comptes d'épargne non réglementés –

Tableau 21. **Émissions nettes de titres par les entreprises belges**<sup>1</sup>

Milliards de francs belges

	Total	Actions	Obligations	Billets de trésorerie <sup>2</sup>
1985	1	18	-17	-
1986	42	40	2	-
1987	16	31	-15	-
1988	46	47	-1	-
1989	124	110	14	-
1990	-9	18	-27	-
1991	66	41	22	3
1992	26	16	-9	19
1993	53	28	10	15
1994	79	45	-2	36

1. Compte non tenu des établissements de crédit.

2. Billets de trésorerie et billets à ordre.

Source : Commission bancaire et financière et Banque nationale de Belgique.

à augmenter pour se rapprocher des taux du marché monétaire. Ils ont aussi profité de l'introduction de nouveaux instruments et de nouvelles techniques. Comme on l'a indiqué, les ménages ont massivement investi dans les nouveaux OPCVM belges, tandis que les grandes sociétés se sont de plus en plus procurées leurs fonds directement par émission de billets de trésorerie, réalisant ainsi des économies de coûts d'intermédiation. Pratiquement inexistantes jusqu'à la fin des années 80, les billets de trésorerie ont représenté pour la période 1992-94 quelque 40 pour cent de l'ensemble des financements collectés par les entreprises sous forme d'émissions de nouveaux titres (tableau 21). En revanche, il est plus difficile d'évaluer l'avantage que les entreprises ont pu tirer des instruments financiers dérivés – c'est-à-dire des instruments dont la valeur découle d'un actif ou d'un indice support. Les instruments dérivés permettent de quantifier plus facilement le risque financier de toute opération et d'en assurer la couverture, moyennant un coût fixe, ce qui aboutit à une meilleure allocation des ressources. Cela étant, ils peuvent aussi servir à accroître l'encours des risques, dans l'espoir de recueillir des gains potentiellement très importants – comportement qui, à partir d'un certain point, peut créer un risque systémique considérable. Compte tenu du manque de statistiques, il est impossible de savoir dans quelle mesure les entreprises – voire les ménages – se sont lancées dans ces opérations et si leur objectif consistait principalement à réduire leurs risques ou à prendre des posi-

tions spéculatives<sup>59</sup>. Certains agents économiques ont pu aussi tirer parti de l'amélioration de l'efficacité économique, à mesure que les banques se sont trouvées exposées aux mécanismes de marché et ont eu moins recours aux subventions croisées. En conséquence, les petites et moyennes entreprises ont cependant eu sans doute plus de mal à emprunter des fonds auprès des banques dans des conditions particulièrement favorables, de même que les ménages ont vu se renchérir le coût de leurs emprunts bancaires. En outre, les ménages comme les entreprises risquent de se voir progressivement facturer des services bancaires qui étaient auparavant gratuits ou subventionnés.

Le marché des actions comme celui des obligations de sociétés n'ont réagi que faiblement aux diverses mesures prises pour les revitaliser. Ils sont restés des sources de financement secondaires pour les entreprises, qui ont continué de recourir massivement à l'autofinancement, aux prêts bancaires et, après la réforme, aux billets de trésorerie. Malheureusement, pour les entreprises – comme pour les ménages – on ne dispose pas de statistiques financières retraçant la composition des emplois et des ressources – hormis sous une forme agrégée pour le secteur privé non financier dans son ensemble (tableau 22). Même si ces données agrégées ne permettent pas de calculer la proportion exacte de l'autofinancement dans le financement total des entreprises, elles donnent tout de même une indication de l'importance des bénéfices réinvestis et des amortissements. En ce qui concerne le financement externe sous forme de nouvelles émissions de titres, le tableau 21 fait apparaître que le rôle croissant des billets de trésorerie a sensiblement réduit l'importance relative des nouvelles actions, qui représentaient la quasi-totalité des nouvelles émissions de titres à la fin des années 80, contre environ 60 pour cent seulement ces dernières années. Quant au marché obligataire, il continue de représenter une source de financement très marginale<sup>60</sup>.

Il est plus difficile de déterminer l'impact de la réforme financière sur les bilans des entreprises. Le ratio de l'endettement aux fonds propres des entreprises non financières a connu un recul tendanciel à long terme et son niveau de 1.6 en 1991-93 était à peu près conforme à celui des autres pays européens (tableau 22). Toutefois, s'appuyant sur une analyse précise de la composition des bilans, la Banque nationale est parvenue à la conclusion que la structure financière des entreprises s'est détériorée dans les années 1984-92, qui se sont caractérisées par une grande vigueur de l'investissement réel. La Banque n'a pas étudié l'impact

Tableau 22. **Ratio dette/fonds propres des entreprises non financières**

	1975-80	1981-85	1986-90	1991-93
États-Unis	0.5	0.5	0.8	1.0
Japon	5.5	4.8	4.2	4.0
Allemagne	3.6	3.6	2.7	2.8
France	2.1	2.7	2.2	1.4
Italie	..	3.6	3.0	3.1
Royaume-Uni	..	1.1	1.1	..
Canada	0.9	0.9	0.9	1.0
Australie	..	0.5	0.6	0.6
Autriche	1.7	1.8	1.3	..
<b>Belgique</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>
Danemark	1.6	1.5	1.4	1.3
Finlande	4.0	3.7	2.0	1.7
Pays-Bas	1.3	1.3	1.3	1.3
Norvège	4.3	5.1	2.4	1.7
Espagne	..	1.5	1.5	1.5
Suède	..	1.9	1.9	1.9

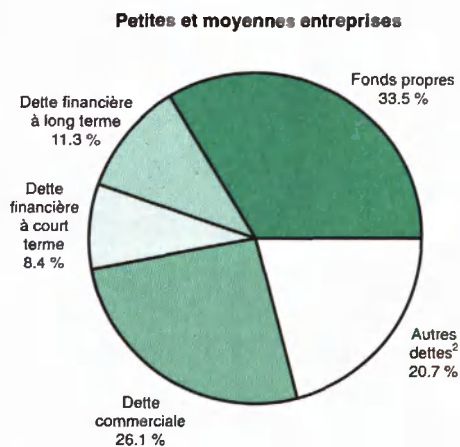
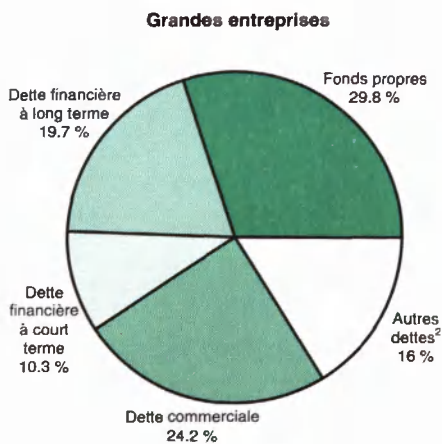
Source : OCDE, *Comptes des entreprises non financières* (pour tous les pays sauf l'Allemagne et l'Australie); OCDE, *Statistiques financières* (pour l'Allemagne) et Reserve Bank of Australia.

de la réforme sur ce mouvement de détérioration, particulièrement sensible pour les petites et moyennes entreprises. Pour les PME en effet, la part de l'endettement financier à long terme est passée de 11 à 20 pour cent des ressources, tandis que celle de l'endettement financier total était portée de 20 à 30 pour cent. A titre de comparaison, la part de la dette financière totale des grandes entreprises a à peine augmenté, passant de 30 à moins de 34 pour cent (graphique 10). En conséquence, d'après la Banque nationale, la solvabilité des PME – c'est-à-dire la part de leurs fonds propres dans le total du bilan – s'est dégradée, le poids relatif de leurs charges financières a augmenté et leur vulnérabilité aux fluctuations des taux d'intérêt s'est accrue – d'autant qu'une part considérable de leur endettement à long terme est assortie de taux variables.

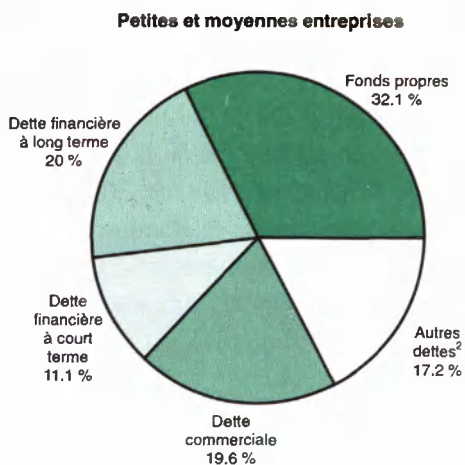
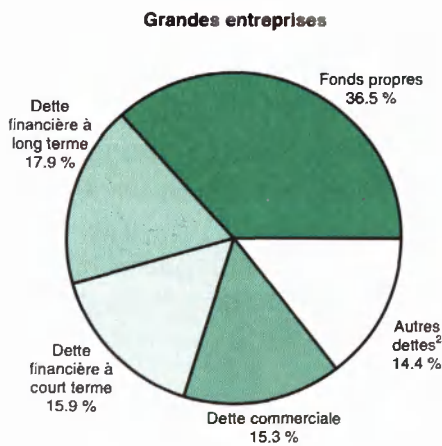
En somme, la réforme des marchés de capitaux ne semble pas avoir eu de répercussions sensibles sur le comportement des ménages et des sociétés en matière de dépenses, même de façon temporaire<sup>61</sup>. Cela peut être imputé à plusieurs facteurs, notamment l'accent mis par la réforme sur le marché des titres de la dette publique, l'absence de fortes contraintes de liquidité et de financement avant la réforme et le faible impact des fluctuations de taux d'intérêt sur la

Graphique 10. STRUCTURE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES BELGES<sup>1</sup>

1984



1992



1. Entreprises non financières.

2. Y compris les provisions.

Source : Banque nationale de Belgique.

consommation privée, dans la mesure où l'effet de revenu puissant lié aux avoirs nets considérables des ménages tend à compenser les effets de substitution et de richesse<sup>62</sup>. Plus généralement, contrairement à un certain nombre d'autres pays de l'OCDE où la déréglementation a été suivie de phases d'instabilité, voire de crise financière, la Belgique n'a pratiquement pas connu de bouleversement de ses marchés, ni de « bulles », sans parler de faillites retentissantes d'institutions du secteur financier. L'instabilité des taux d'intérêt s'est certes accrue, mais dans une large mesure sous l'effet de chocs d'origine externe, notamment dans le cas du marché monétaire, puisque les autorités ont agi sur les taux chaque fois que la situation sur le marché des changes l'exigeait. En conséquence, l'instabilité du marché monétaire a été particulièrement forte au troisième trimestre de 1993, à la suite de la crise du SME et, dans une moindre mesure, au mois de mars dernier. Quant à l'instabilité du marché financier, elle s'est sensiblement accrue en 1994, mais là encore elle s'explique avant tout par la situation très perturbée des marchés obligataires dans le monde.

### ***Conséquences pour la politique économique et autres considérations macroéconomiques***

La refonte des instruments de la politique monétaire semble avoir été couronnée de succès<sup>63</sup>, et les autorités monétaires estiment qu'en rendant les marchés de capitaux plus concurrentiels, la réforme a accéléré et amplifié la transmission des fluctuations des taux d'intérêt vers l'économie. Plus précisément, les variations des taux de marché induites par la politique monétaire ont eu un impact de plus en plus rapide et de plus en plus marqué sur les taux débiteurs et créditeurs des établissements de crédit. Néanmoins, en raison de la faible position débitrice nette des entreprises et malgré leur recours aux crédits à court terme et aux emprunts à long terme à taux variables, l'impact des fluctuations des taux d'intérêt à court terme sur l'activité économique est resté limité. L'utilisation de cet instrument de la politique monétaire au service d'un objectif de cours de change n'a pas posé de grave problème. Toutefois, si, dans ce nouveau contexte financier, l'efficacité de la politique monétaire a été renforcée et si l'objectif de change peut être normalement défendu moyennant des manipulations relativement mineures des taux d'intérêt sur le marché national, une discipline insuffisante – non seulement en ce qui concerne la politique monétaire, mais encore pour ce qui est de la politique économique générale – risque d'être sévèrement



sanctionnée aussi bien en termes d'aggravation des tensions sur les taux d'intérêt internes, notamment à long terme, que de pressions à la baisse du cours de change. Le sentiment – même non fondé – des intervenants du marché a en effet acquis plus de poids, situation qui confère d'autant plus d'urgence à la nécessité de réduire encore le déficit budgétaire et le ratio dette publique/PIB.

On peut penser que l'existence d'un système financier davantage régi par les mécanismes de marché peut améliorer les performances macroéconomiques du pays à plusieurs égards, notamment grâce à une plus grande efficacité du processus d'intermédiation et à une meilleure allocation de ressources. Toutefois, il est extrêmement difficile de cerner ou de quantifier de tels résultats et les objectifs de la réforme financière belge n'ont jamais été définis de façon explicite en termes de relation entre épargne et investissement, ni d'indicateurs macroéconomiques spécifiques, comme le niveau de l'investissement réel ou la croissance de la production. Cela étant, en lançant cette réforme, les autorités ont constamment mis l'accent sur la nécessité d'accroître la concurrence et l'efficacité du système financier national et, dans la mesure où elles y sont dans l'ensemble parvenues – comme le montre la réduction d'un certain nombre d'écart essentiels en matière de taux d'intérêt et plus encore le développement rapide de nouveaux instruments financiers – on peut dire que ces améliorations ont eu un effet macroéconomique positif, même s'il n'est pas mesurable. En revanche, les autorités sont moins bien parvenues à promouvoir la place de Bruxelles en tant que centre financier international – objectif motivé, entre autres considérations, par le désir de stimuler la valeur ajoutée et l'emploi dans le secteur financier. En effet, l'impact net de la réforme sur l'emploi a peut-être été négatif jusqu'ici, principalement en raison de la réduction du nombre d'agences et de la restructuration de nombreuses banques, qui s'est traduite par une réduction des effectifs totaux. En ce qui concerne la part des services financiers dans le PIB, elle semble avoir été peu affectée par la réforme et elle a poursuivi sa lente progression tendancielle pour s'établir à 6½ pour cent en 1993 (soit près de 8 pour cent si on prend en compte les services d'assurance).

D'un point de vue plus large et dynamique, la réforme financière – recouvrant l'ensemble des mesures évoquées dans ce chapitre – a incontestablement produit un effet macroéconomique majeur et a en fin de compte été bénéfique pour l'ensemble des secteurs. Toutefois, sa mise en œuvre a elle-même été grandement facilitée par les progrès de l'assainissement budgétaire et par les très

bons résultats de l'économie à la fin des années 80 en termes de croissance, d'inflation, d'emploi et de balance courante. Même si tous ces effets sont imbriqués entre eux et ne peuvent pas être dissociés précisément, la mise en place d'une politique monétaire et de taux de change plus crédible – complétée par un abaissement de la retenue à la source et une amélioration des instruments financiers – a certainement renforcé la confiance dans la monnaie et joué un rôle déterminant dans le repli de toute la structure des taux d'intérêt belges par rapport aux taux étrangers, allemands notamment. Sur les marchés des changes, la crédibilité de la nouvelle politique de monnaie forte s'est imposée rapidement et fermement et la prime de risque sur les actifs libellés en francs belges s'est inscrite en recul sensible sur toute la gamme des échéances. Comme on l'a indiqué précédemment, cela a permis à la fois un resserrement considérable des écarts de taux d'intérêt et un renforcement de la position du franc belge au sein du SME, même si après l'assouplissement du mécanisme de change durant l'été de 1993 la prime de risque sur les actifs en francs belges s'est redressée – de façon temporaire sur les actifs à court terme et plus durablement sur les actifs à long terme. En conséquence, la réforme financière semble avoir agi plus sur les écarts de taux courts que sur ceux des taux longs et a, selon toute vraisemblance, accentué la pente de la courbe des rendements nationaux.

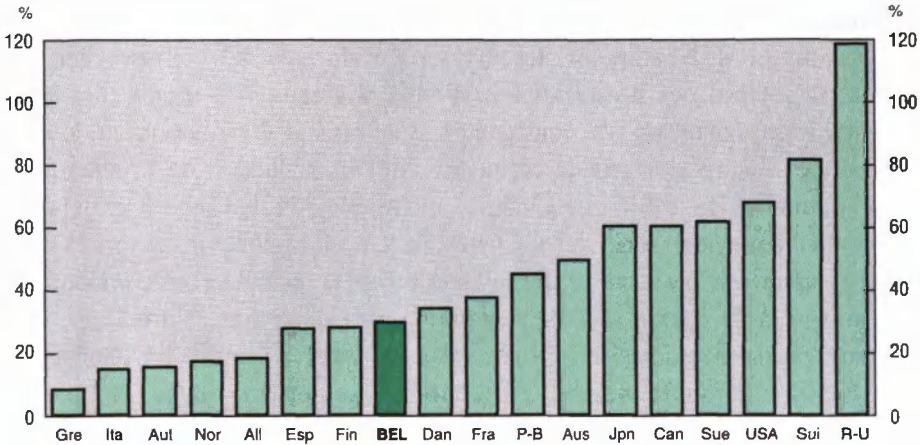
## **Les tâches à venir**

Dans la période qui s'ouvre, les autorités envisagent de mettre l'accent sur le développement des marchés des capitaux privés, bien qu'elles estiment qu'il y a encore un peu de marge de progrès en ce qui concerne le marché des titres de la dette publique. En effet, comme l'éventail des détenteurs de titres de dette reste assez limité, les institutions financières belges et luxembourgeoises détenant quelque 80 pour cent des OLO et près de 90 pour cent des certificats de trésorerie, leurs efforts vont être axés sur l'accroissement du nombre d'intervenants et de la liquidité du marché de ces instruments. Les autorités peuvent envisager des émissions d'OLO – éventuellement sous une forme non dématérialisée – spécialement destinées aux particuliers, tout en mettant en place une politique d'information plus active pour promouvoir les instruments de la dette publique auprès de ces investisseurs. Pour ce qui est des certificats de trésorerie, l'objectif serait de réduire encore leur taux d'intérêt par rapport au taux interban-

caire et de porter cet écart à des niveaux comparables à ceux des autres centres financiers. En ce qui concerne la proportion des titres de la dette publique détenue par des non-résidents de l'UEBL, les autorités n'ont pas d'objectifs spécifiques et sont satisfaites de son niveau actuel. Elles se réjouiraient d'une augmentation de la demande étrangère, à condition qu'elle émane d'investisseurs portés sur le long terme<sup>64</sup>. Du point de vue de l'instabilité plus forte des taux sur le marché national, il s'agit d'un sous-produit dans une large mesure inévitable de la réforme – qui a favorisé le recours aux mécanismes de marché pour déterminer les taux d'intérêt – et de l'internationalisation des marchés de capitaux. En fait, les manifestations les plus extrêmes de cette instabilité que l'on a pu enregistrer jusqu'ici ont été induites par des phénomènes extérieurs à la Belgique : la crise du SME en 1993 et le recul des marchés obligataires dans le monde au premier semestre de 1994. Même dans de telles circonstances, le meilleur antidote consiste peut-être à poursuivre sur la voie de la rigueur interne, notamment en s'efforçant de progresser dans le domaine budgétaire.

Le principal défi qui s'annonce pour les autorités dans le domaine financier consiste à revitaliser le marché des obligations de sociétés et le marché des actions – même s'il convient de noter que, en termes de capitalisation des actions de sociétés belges en pourcentage du PIB, la Belgique occupe une position moyenne parmi les pays de l'OCDE (graphique 11). Les raisons qui expliquent l'incapacité du marché des actions à réagir plus nettement aux mesures prises jusqu'ici semblent être multiples et complexes. Le régime fiscal des actions est assez strict, avec, en sus d'un impôt sur les bénéfices des sociétés, une retenue à la source sur les dividendes. Cette dernière a récemment été ramenée de 25.75 à 13.39 pour cent – comme pour les valeurs à revenu fixe – mais uniquement pour les actions nouvellement émises. Les coûts de transaction et les prescriptions réglementaires – lesquelles résultent essentiellement de directives européennes – sont peut-être encore insuffisamment compétitives vis-à-vis des autres centres financiers. Cela contribue sans doute aussi à expliquer pourquoi le nombre de sociétés étrangères cotées en Belgique suit une pente descendante, même s'il reste élevé par rapport à la norme internationale<sup>65</sup>. En outre, il existe sans doute des obstacles historiques et culturels plus enracinés. Les petites et moyennes entreprises occupent une place relativement importante dans l'économie du pays<sup>66</sup>. Nombre d'entre elles sont des entreprises familiales et peuvent craindre une perte de leur contrôle ou de leur identité si elles sont cotées. De même, les

Graphique 11. **CAPITALISATION BOURSIÈRE**<sup>1</sup>  
En pourcentage du PIB



1. Actions nationales, 1992 ou 1993.

Source : OCDE, *Statistiques financières mensuelles*.

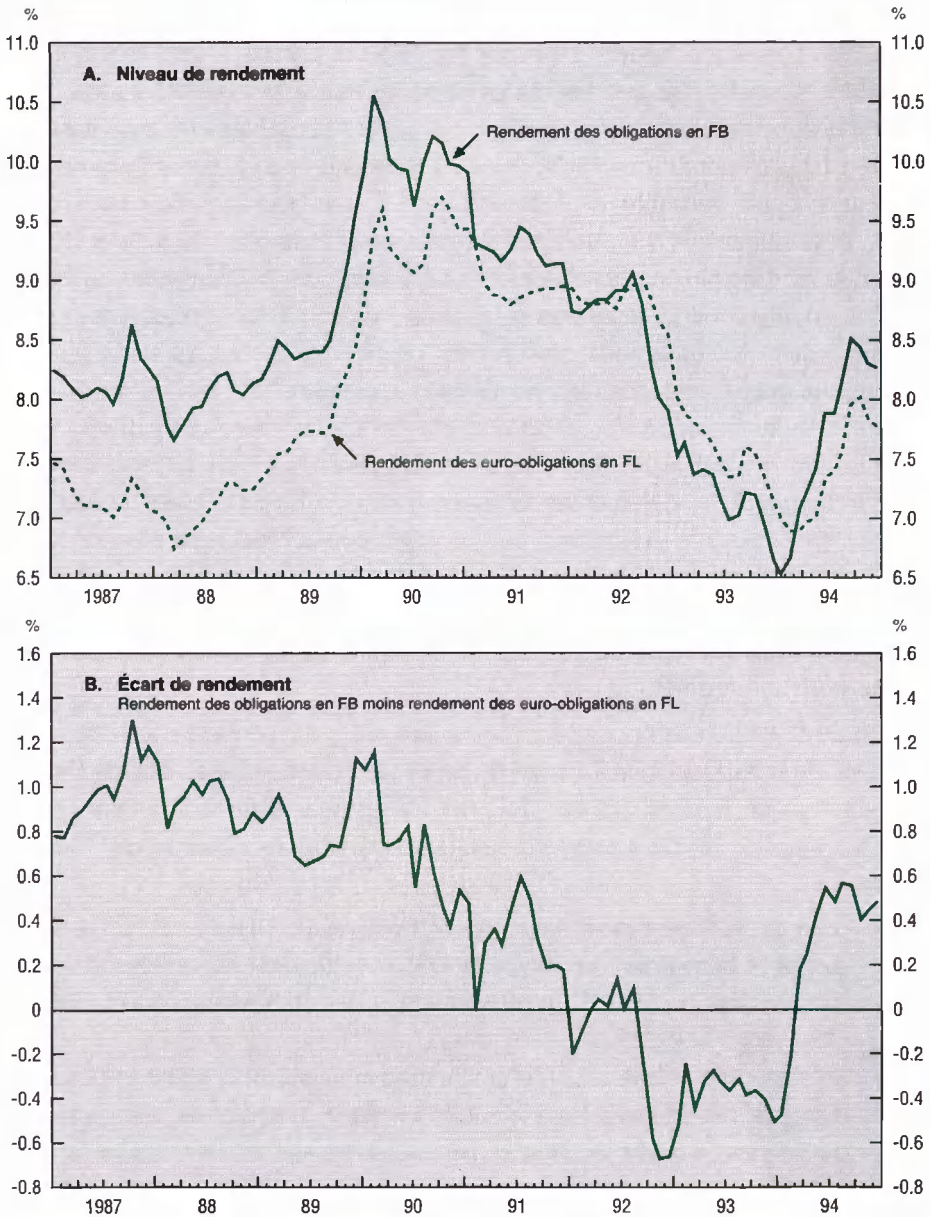
prêts bancaires – pour ces entreprises– et les billets de trésorerie – pour les grandes entreprises– semblent représenter des formes souples et concurrentielles de financement. On ne sait pas très bien s’il est urgent de se doter de mécanismes de financement de rechange ou si le faible recours aux nouvelles émissions d’actions a eu un impact négatif mesurable sur l’investissement réel et les résultats de l’économie. Cela étant, cet état de choses, comme on l’a indiqué, a pu susciter une certaine vulnérabilité de la structure financière des PME. En outre, les autorités estiment que l’offre de capital-risque, qui ne comptait pas parmi les objectifs spécifiques de la réforme, semble être restée particulièrement limitée, bien qu’on ne possède pratiquement pas de statistiques dans ce domaine. Enfin, l’existence d’une Bourse plus dynamique aurait pu faciliter le programme de privatisation récemment entrepris par le gouvernement.

Pour sa part, le marché des obligations de sociétés continue de souffrir de la concurrence du marché luxembourgeois qui, bien qu’assez segmenté et peu liquide, est soutenu par des considérations d’ordre fiscal ainsi que par un cadre réglementaire plus souple attirant les emprunteurs extérieurs – environ un quart

d'entre eux étant des entreprises belges. La législation fiscale belge applicable à des instruments financiers comme les obligations n'est pas spécialement rigoureuse par rapport aux autres pays de l'OCDE – par exemple les plus-values n'y sont pas imposées. Néanmoins, les investisseurs privés belges absorbent pratiquement la totalité des nouvelles émissions obligataires en francs luxembourgeois, qui représentent un placement intéressant puisqu'il est dépourvu de risque de change et assure une grande confidentialité. La réduction de la retenue à la source intervenue en 1990 a considérablement réduit le décalage fiscal entre les deux centres financiers, mais dans le cadre de leur plan global les autorités belges ont fait machine arrière dans ce domaine et même si les nouvelles augmentations de la retenue à la source ont été mineures, elles ont pu accroître l'incertitude entourant les futures décisions fiscales des autorités et mettre en danger leurs efforts de stimulation du marché obligataire<sup>67</sup>. Apparemment sous l'influence de ces modifications d'ordre fiscal, le rendement des obligations libellées en francs belges, qui avait été supérieur à celui des obligations en francs luxembourgeois de près d'un point à la fin des années 80, s'est inscrit en recul rapide pour devenir négatif en 1992-93, avant de redevenir marginalement positif en 1994 (graphique 12). De même, le volume des émissions obligataires extérieures en francs luxembourgeois a reculé jusqu'en 1993, avant de se redresser fortement en 1994.

Un nouveau train de mesures a été récemment adopté ou va être bientôt appliqué. La refonte des frais de courtage qui est intervenue à la fin de 1994 était destinée à réduire de nouveau les coûts et à donner au centre financier de Bruxelles une plus grande compétitivité internationale. Le droit de timbre a été totalement supprimé pour les investisseurs institutionnels et les investisseurs privés non résidents et les commissions de courtage sont, en principe, négociables entre l'ensemble des investisseurs individuels ou institutionnels et les sociétés de Bourse. Dans la pratique, il semble cependant que les commissions ne soient négociables que pour les gros investisseurs et l'expérience des autres pays montre qu'avec un tel système les petits investisseurs paient souvent de plus fortes commissions que celles actuellement pratiquées en Belgique. Ce qui est en revanche positif, c'est que les commissions négociables permettent l'apparition de « courtiers à marge réduite » (*discount brokers*) proposant un éventail restreint de services, mais facturant des commissions très faibles, y compris pour les petits investisseurs<sup>68</sup>. Les résultats en termes de volume des transactions en Bourse ont été encourageants et l'on fait d'ailleurs état du rapatriement de certaines opéra-

Graphique 12. **RENDEMENTS OBLIGATAIRES EN BELGIQUE ET AU LUXEMBOURG**



Source : Banque nationale de Belgique.

tions de Londres – c'est-à-dire une diminution des opérations sur actions belges par l'intermédiaire du marché de Londres. L'extension en mai 1994 des comptes dits X/N à toutes les valeurs à revenu fixe a aussi constitué une initiative bien accueillie. Au-delà, tant que les règles de surveillance prudentielles ainsi que la fiscalité des instruments financiers n'auront pas été véritablement harmonisées au sein de l'UE, les conditions applicables en Belgique et au Luxembourg resteront différentes. C'est pourquoi les autorités belges vont peut-être axer leurs efforts vers le développement d'un marché obligataire suffisamment liquide et transparent, en le rendant plus particulièrement intéressant pour les émissions nationales, quitte à en abandonner aux autres centres financiers le segment du marché spécialisé dans les émissions plus petites ou plus risquées. Au début de cette année, pour mieux protéger les investisseurs nationaux<sup>69</sup> et pour éviter les abus, les autorités ont introduit une définition plus stricte des euro-obligations. Seules les émissions qui correspondent à la nouvelle définition en six points<sup>70</sup> continueront d'échapper à la réglementation normale des émissions belges et aux prescriptions concernant le prospectus. Les autorités considèrent cette mesure comme un changement majeur de la réglementation des émissions publiques, mais il est encore trop tôt pour en apprécier l'impact aussi bien sur la protection des investisseurs que du point de vue des implications sur le niveau de l'activité du marché obligataire de Bruxelles.

En avril 1995, une nouvelle loi a été adoptée pour permettre à la Bourse de Bruxelles de mieux résister à l'intensification de la concurrence que provoquera l'introduction de la directive de l'UE sur les services d'investissement (prévue pour le 1<sup>er</sup> juillet 1996). Les principales caractéristiques de cette loi<sup>71</sup> sont les suivantes :

- elle transpose en droit belge deux directives de l'UE, la directive sur les services bancaires (du 10 mai 1993) et celle sur l'adéquation des fonds propres des sociétés d'investissement et des établissements de crédit (du 25 mars 1993);
- elle modifie et durcit la réglementation concernant le statut et la surveillance des sociétés de bourse<sup>72</sup>. Les autorités compétentes pour la surveillance des sociétés de bourse restent la Caisse d'intervention (surveillance au jour le jour) et la Commission bancaire et financière (autorisations et sanctions), les vérificateurs externes spécialisés étant

- appelés à jouer un plus grand rôle dans les missions de surveillance confiées à ces deux organismes ;
- elle introduit de profonds changements en ce qui concerne le cadre juridique des marchés secondaires organisés, et plus particulièrement la Bourse. A partir de 1996, les établissements belges de crédit, de même que les établissements de crédit étrangers et les sociétés de bourse étrangères, auront directement accès à la Bourse ;
  - elle modifie l'organisation de la Bourse, en créant un Comité de direction indépendant, chargé d'administrer la Bourse dans le cadre de la politique générale définie par le Conseil d'administration. Le Comité de direction sera également l'autorité de marché compétente pour l'inscription à la cote et l'accès des membres, il assurera enfin la transparence, l'intégrité et la sécurité du marché. Par ailleurs, cette loi redéfinit les missions de la Commission bancaire et financière qui veille notamment à la bonne exécution du mandat confié à l'autorité de marché ;
  - elle habilite le roi à modifier la réglementation applicable au prospectus (à établir avant inscription à la cote) de manière que la Commission bancaire et financière puisse approuver le prospectus plus rapidement et à moindre coût.

Ces mesures – notamment l'assouplissement et la simplification des dispositions concernant le prospectus et, plus généralement, l'inscription à la cote, les formalités étant moins longues et moins coûteuses – devraient contribuer à attirer sur le marché boursier belge davantage d'entreprises étrangères, en provenance notamment des « marchés émergents ». Elles devraient également venir progressivement à bout des réticences institutionnelles et culturelles de nombreuses petites et moyennes entreprises belges pour ce qui est de la cotation de leurs titres. Il s'agit d'un problème que la Belgique partage dans une large mesure avec d'autres États membres de l'UE ; la meilleure façon de le résoudre serait peut-être de créer un marché européen de gré à gré – analogue au Nasdaq – spécialement destiné aux petites et moyennes entreprises.



## IV. Conclusions

La performance macroéconomique de la Belgique, qui s'était sérieusement dégradée pendant la récession de 1993, s'est rapidement redressée, et le PIB en volume a progressé de 2.3 pour cent en 1994. En outre, la Belgique connaît l'un des taux d'inflation les plus bas de la zone de l'OCDE, un très important excédent de la balance des opérations courantes, et une monnaie forte. Le déficit budgétaire, bien qu'encore excessif, se contracte sensiblement, et le ratio dette/PIB s'inscrit lentement en baisse – à partir d'un niveau de départ, il est vrai, très élevé. En revanche, la situation du marché du travail reste manifestement peu satisfaisante, mais c'est là un problème que la Belgique partage avec bon nombre de pays européens. La reprise économique a été jusqu'à présent largement tirée par les exportations, mais après avoir fortement baissé en 1993, l'investissement fixe des entreprises a commencé à se redresser très vigoureusement dès le second semestre de l'an dernier. La consommation privée continue en revanche de souffrir de la quasi-stagnation du revenu disponible des personnes physiques en termes réels et du climat d'incertitude généré par l'ampleur du chômage. Malgré le redressement de l'activité économique et diverses mesures décidées par le gouvernement pour promouvoir l'emploi – notamment dans le cadre du « plan global » de novembre 1993 –, les conditions du marché du travail ne se sont améliorées que très faiblement, et le chômage reste proche de son point le plus haut. La situation sur le front des salaires et des prix s'est améliorée, grâce à la modération de la demande intérieure, à la fermeté du franc belge en termes effectifs et aux mesures prises par les pouvoirs publics – notamment les réductions des cotisations patronales de sécurité sociale et les modifications apportées au système d'indexation des salaires (avec l'introduction de « l'indice santé » qui exclut du panier des biens le tabac, les alcools, l'essence et le gas-oil).

La croissance paraît devoir se poursuivre, la demande intérieure se substituant progressivement aux exportations comme élément moteur de l'activité. A la

faveur d'une utilisation des capacités dans le secteur manufacturier déjà supérieure au niveau atteint lors du précédent sommet conjoncturel et d'une confortable trésorerie, l'investissement fixe des entreprises devrait s'inscrire en hausse sensible cette année. Il pourrait en résulter un raffermissement de la consommation privée et une expansion plus diversifiée en 1996. On prévoit que le PIB réel progressera d'un peu plus de 2½ pour cent tant cette année que l'an prochain, taux légèrement supérieur au potentiel. Le chômage s'inscrira vraisemblablement en baisse, mais seulement de manière progressive. Étant donné l'ampleur des ressources de main-d'œuvre inutilisées, le gel des salaires en termes réels pour 1995-96 imposé par le plan global et la récente appréciation du franc belge, il ne semble guère qu'il y ait lieu de craindre de sérieuses tensions au niveau des salaires et des prix. Le rythme de progression des rémunérations pourrait rester inférieur à 3 pour cent et la hausse des prix à la consommation se stabiliser aux alentours de 2 pour cent. Malgré une nouvelle dégradation de la compétitivité internationale, l'excédent de la balance courante de l'UEBL pourrait s'accroître pour atteindre 5¾ pour cent du PIB. Les risques qui entourent cette projection semblent à peu près équilibrés : le taux d'épargne est très élevé et pourrait se replier plus que prévu, mais l'incidence des modifications récentes du taux de change sur les exportations et l'investissement pourrait être plus négative qu'on l'avait pensé.

La politique de rigueur à moyen terme a été mise à rude épreuve pendant la récession de 1993. Néanmoins, l'activité se redressant fortement, les autorités pourront désormais se consacrer entièrement à des objectifs à plus long terme et aux réformes structurelles. Une action vigoureuse s'impose pour mettre pleinement à profit la conjoncture favorable du moment. Le problème du chômage, de caractère largement structurel, ne sera pas réglé par la seule croissance. En tout état de cause, la marge de manœuvre de la politique macroéconomique est particulièrement étroite. La politique monétaire est guidée par la volonté des autorités de lier étroitement le franc belge aux monnaies fondamentalement les plus fortes du mécanisme européen de change – en pratique, le deutschemark. Ce point d'ancrage contribue à la stabilité, même s'il subordonne la politique de taux d'intérêt à des considérations extérieures. Le fait est que la Banque nationale n'a pas hésité à relever énergiquement les taux d'intérêt chaque fois que le franc a été soumis à des tensions, et tout dernièrement en mars de cette année. Même s'il peut parfois en résulter des taux d'intérêt plus élevés que ne l'exigent les condi-

tions internes du moment, une politique de monnaie forte semble le meilleur choix pour la Belgique, non seulement pour assurer la stabilité des prix mais aussi pour faire en sorte que les taux d'intérêt soient les plus bas possible à long terme. Néanmoins, une politique de monnaie forte ne peut en dernier ressort être viable que si elle prend appui sur une économie dynamique et flexible dotée d'un cadre institutionnel et politique adéquat. En conséquence, comme on le verra plus loin, de nouveaux progrès sont nécessaires dans ces domaines, notamment en ce qui concerne l'assainissement des finances publiques, le degré de flexibilité des salaires et le fonctionnement du marché du travail en général.

L'objectif premier de la politique budgétaire est de satisfaire aux critères de Maastricht et de permettre à la Belgique de participer dès le départ à l'Union économique et monétaire. Cette stratégie a été officialisée par le « Plan de convergence » de 1992, qui fixe des objectifs annuels afin de ramener progressivement le déficit des administrations publiques à 3 pour cent du PIB en 1996, contre près de 7 pour cent en 1992. Grâce à plusieurs trains de mesures d'économie – le plan global étant le dernier en date – et à la reprise de l'activité, le déficit budgétaire est tombé à 5.3 pour cent l'an dernier, le déficit structurel étant estimé pour sa part à moins de 4 pour cent. Sur la base d'un taux de croissance stable d'un peu plus de 2½ pour cent et avec des taux d'intérêt à court terme s'inscrivant légèrement en hausse, parallèlement aux taux allemands, avec l'affermissement de la reprise, le Secrétariat de l'OCDE prévoit que, sur la base des politiques actuelles, le déficit ne sera ramené qu'autour de 4 pour cent en 1996. Il serait ainsi nécessaire de réaliser des économies budgétaires supplémentaires, de l'ordre de 1 pour cent du PIB, pour respecter le plafond de Maastricht, éventuellement avec une marge de sécurité pour tenir compte de chocs imprévus, tels qu'un ralentissement de la reprise ou une forte hausse des taux d'intérêt. Qui plus est, pour assurer un recul durable du ratio dette/PIB, actuellement exceptionnellement élevé – plus de 130 pour cent sur la base de la définition de Maastricht –, l'excédent primaire, actuellement de l'ordre de 5 pour cent du PIB, devra dépasser 6 pour cent pendant une longue période après 1996. Ce ne sera pas là tâche facile. Des pressions politiques et sociales s'exerceront probablement en vue d'obtenir un accroissement des dépenses et/ou une réduction des prélèvements obligatoires, notamment si, comme on le prévoit, le budget global revient à l'équilibre au tournant du siècle. Au cours des dernières décennies, aucun autre pays de l'OCDE n'a pu dégager durant une période prolongée un excédent

primaire d'une telle ampleur, mais aucun d'entre eux n'avait une dette publique dépassant 130 pour cent du PIB.

Dans la mesure où, dans les années 80, le poids de l'assainissement des finances publiques a été supporté de manière disproportionnée par l'investissement public et où il est aujourd'hui nécessaire d'améliorer les infrastructures, l'essentiel des économies futures devrait être réalisé grâce à une contraction des dépenses courantes, et notamment des transferts aux ménages. Le redressement de l'équilibre financier du système de sécurité sociale comptait effectivement parmi les principaux objectifs du plan global, et les résultats enregistrés en 1994 ont été encourageants. Néanmoins, des mesures structurelles complémentaires doivent être prises à l'égard de l'ensemble des transferts sociaux – notamment dans le domaine des pensions, des soins de santé et des allocations familiales – non seulement pour réaliser les économies requises à court terme, mais aussi pour préparer le pays à l'incidence que le vieillissement de la population exercera sur ces catégories de dépenses sociales. Dans un premier temps, les objectifs définis dans le plan global devraient être pleinement atteints. La révision de la méthode de calcul des pensions – y compris l'harmonisation des pensions pour les hommes et les femmes – doit être menée à son terme. De plus, à compter de cette année, le plan global a introduit un plafond de 1.5 pour cent pour le taux annuel de croissance des dépenses de soins de santé en termes réels. Pour respecter ce plafonnement, l'efficacité des mécanismes automatiques de correction doit être améliorée et des efforts doivent être faits pour réaliser les économies annoncées dans les secteurs des hôpitaux, des produits pharmaceutiques et des soins de santé en général.

Si l'assainissement des finances publiques doit être la toute première priorité, la réduction durable du déficit budgétaire à plus long terme, ou son remplacement par un excédent, exigera un meilleur fonctionnement du marché du travail et une forte position concurrentielle. Il semble indispensable d'accroître le taux exceptionnellement faible d'emploi de la population en âge de travailler, non seulement pour limiter le coût budgétaire direct du chômage, mais aussi pour relever le taux de croissance non inflationniste de l'économie et par là-même améliorer la base du financement du système de sécurité sociale. D'importantes mesures correctives ont déjà été prises dans ce domaine, les autorités se préoccupant, à juste titre, désormais davantage d'accroître les taux d'activité et l'emploi.

Néanmoins, les mesures prises à cet effet ont été jusqu'à présent assez fragmentaires et la multiplicité des programmes ainsi que les modifications auxquelles ils sont périodiquement soumis nuisent peut-être à leur efficacité. Compte tenu de la complexité du problème et de son caractère persistant, c'est un programme d'ensemble, détaillé et pluriannuel qui s'impose, la réforme du marché du travail s'intégrant dans une refonte globale du système de sécurité sociale. En un mot, l'objectif devrait être de réduire les coûts de main-d'œuvre, de redresser la «balance des incitations» entre l'activité et la non-activité, et d'améliorer les qualifications et les compétences de la population active, notamment dans le segment du marché le moins qualifié. La plupart des mesures requises se renforcent mutuellement. Ainsi, une réduction des coûts de main-d'œuvre devrait augmenter la demande de travail, mais pour que l'emploi s'accroisse effectivement, les travailleurs doivent être incités à chercher un emploi et doivent posséder les compétences et qualifications requises. Une stratégie s'articulant ainsi autour de plusieurs axes renforcerait en conséquence l'efficacité des mesures adoptées et déclencherait un cercle vertueux, en réduisant au minimum les coûts inévitables de l'ajustement. De plus, en concernant de larges pans de la population, elle créerait un lien de solidarité et éviterait de graves problèmes d'équité. Il est cependant possible que certaines des mesures requises, notamment les politiques de marché du travail actives, se révèlent relativement onéreuses. Étant donné la contrainte que constituera l'assainissement budgétaire dans le proche avenir, les autorités devront rechercher le plus possible des mesures ayant un effet neutre sur les finances publiques comme l'assouplissement de la législation – par exemple un allègement de la réglementation, concernant l'embauche et le licenciement, ou le travail temporaire – ou des mesures ayant une incidence positive sur le budget, telles qu'une moindre générosité des programmes de protection sociale.

A l'intérieur de ce cadre général, le gouvernement devrait poursuivre les efforts récemment engagés pour réduire les coûts de main-d'œuvre des travailleurs les moins qualifiés en abaissant les cotisations patronales de sécurité sociale. Toutefois, il faut souligner que l'effet net de ce type de mesure dépend dans une large mesure de son mode de financement. Le rôle des salaires sectoriels minimums et des planchers de salaires effectifs devrait être par ailleurs reconsidéré. Pour répondre aux préoccupations d'équité et renforcer les incitations au travail, le mieux serait peut-être de faire appel à des instruments fiscaux

et aux transferts sociaux. Le système actuel devrait être modifié de façon à minimiser les problèmes de « piège de pauvreté » et encourager les chômeurs à retrouver un emploi. A cet égard, des dispositifs ciblés, tels qu'une allocation liée à l'exercice d'un emploi, pourraient s'avérer efficaces. Le plan personnalisé d'encadrement et de recyclage (plan d'accompagnement individuel) ne s'est pas avéré être, jusqu'à aujourd'hui, un instrument efficace pour permettre aux gens de trouver du travail dans un contexte de sous-emploi de la main-d'œuvre. Ceci est peut-être en partie le reflet de l'inadéquation des composantes des programmes de recyclage (de fait, la définition de programmes de recyclage efficaces est un défi commun à la plupart des pays de l'OCDE). Au-delà de ce facteur, cependant, le développement de programmes de recyclage efficaces est rendu problématique par une réactivité généralement insuffisante du marché du travail belge. Ceci est dû à la fois au fait que des marchés non flexibles ne fournissent pas de signaux clairs tels que les compétences qui sont effectivement demandées et qu'il faudrait donc dispenser dans le système de recyclage, mais également au fait que même l'acquisition des compétences requises ne se traduit pas aisément en emplois. Ainsi, la réforme du plan personnalisé et, de manière idéale, le renforcement des mesures actives en général ont besoin d'être associés à une politique plus large, comme celle proposée plus haut, pour améliorer le fonctionnement du marché du travail. Afin de compléter les efforts visant à décourager la retraite anticipée et de réduire le non-emploi des individus plus âgés, le plan personnalisé ou des programmes analogues devraient couvrir les personnes de plus de 46 ans ou les chômeurs depuis moins de neuf mois qui sont exclus du plan actuel. Bien que les restrictions imposées aux contrats à durée déterminée aient été assouplies par le plan global, de nouvelles réformes visant à réduire la législation de protection de l'emploi pourraient s'avérer nécessaires pour encourager l'embauche.

Pour une petite économie ouverte comme la Belgique, le maintien de la compétitivité internationale est une préoccupation naturelle. Étant donné la politique de monnaie forte à laquelle se sont engagées les autorités, le franc belge tendra vraisemblablement à s'apprécier en termes effectifs. Le défi auquel le pays doit répondre est donc de veiller à ce que les coûts de production (en termes nominaux et en monnaie locale) augmentent moins que dans le reste du monde, sans devoir réduire l'emploi pour accroître la productivité et sans que le gouvernement ait à prendre des mesures de soutien. Ces conditions n'ont pas toujours

été remplies dans le passé et l'augmentation des salaires a souvent été excessive : certes la compétitivité, en termes macroéconomiques, a été préservée, mais au prix de suppressions d'emplois qui ont accentué les déséquilibres structurels. Malgré de forts gains de productivité liés à la reprise économique, la loi sur la compétitivité, ainsi que diverses mesures du plan global – notamment la modification du système d'indexation des salaires, la réduction des coûts de main-d'œuvre visant plus spécialement les entreprises du secteur exposé et le gel des salaires en termes réels en 1995-96 – les coûts relatifs unitaires de main-d'œuvre, en monnaie locale, ont augmenté en 1994 et selon les projections du Secrétariat de l'OCDE, ils devraient encore s'accroître quelque peu cette année, faisant peser une pression additionnelle sur l'emploi.

Ces résultats soulignent la nécessité d'introduire plus de flexibilité dans le processus de formation des salaires et de permettre au marché du travail de s'adapter plus facilement aux variations de la demande et de l'offre. S'il est sans doute trop tôt pour évaluer l'incidence totale du plan global sur la compétitivité, il est douteux que les mesures prises puissent apporter une solution durable au problème. Les réductions des cotisations de sécurité sociale n'apportent qu'une réponse partielle et qui ne modifie pas durablement le rythme d'augmentation des coûts salariaux, cependant que le gel des salaires est une mesure ponctuelle, limitée dans le temps, qui renforce les rigidités du marché du travail et comporte le risque d'un rattrapage lorsqu'elle viendra à expiration à la fin de 1996. L'introduction de l'« indice santé » pour l'indexation des salaires est un pas dans la bonne direction. Néanmoins, le système d'indexation automatique des salaires et de négociations salariales à plusieurs niveaux risque d'être de plus en plus en dissonance avec les arrangements correspondants dans les autres pays d'Europe où l'indexation n'est pas automatique et où les décisions salariales sont le résultat de négociations qui interviennent, au plus, à deux niveaux. Le système actuel peut être considéré comme un élément important des accords conclus entre les partenaires sociaux, mais il constitue aussi une source de rigidités qui entravent le fonctionnement du marché du travail et la poursuite de la politique de monnaie forte. Si des négociations au niveau national peuvent jouer un rôle utile en mettant l'accent sur les problèmes macroéconomiques, et si des négociations au niveau de l'entreprise sont nécessaires pour permettre aux salaires de refléter les conditions spécifiques de productivité, les négociations au niveau sectoriel ne semblent pas répondre à un besoin évident.

Compte tenu de l'intégration rapide du monde économique actuel et dans la perspective de l'Union économique et monétaire, la Belgique n'a guère d'autre choix que de laisser les forces du marché opérer plus librement et s'adapter mieux au changement. Outre la réforme du système de négociation des salaires et le réexamen de l'indexation automatique des salaires, il sera nécessaire de poursuivre la déréglementation et de renforcer la concurrence sur les marchés des biens et des services. Les efforts visant à accroître l'efficacité et à faire jouer les forces du marché dans le secteur public devraient être intensifiés, et il faudrait examiner la possibilité de faire davantage appel à la sous-traitance. De même, le processus de privatisation qui a été engagé devrait être accéléré, et il y aurait lieu d'envisager des mesures pour favoriser l'esprit d'entreprise et les petites entreprises – par exemple, en abaissant les coûts de démarrage et en simplifiant les réglementations auxquelles elles doivent se conformer.

L'une des principales initiatives structurelles des dernières années a été la réforme des marchés de capitaux, qui, lancée dès 1989, s'est accompagnée d'une profonde modification du régime de change, d'une refonte des instruments de la politique monétaire et de diverses modifications du régime fiscal des instruments financiers. Les objectifs des autorités sont multiples : réduire le coût du financement de la dette publique, faciliter la conduite de la politique monétaire et l'harmoniser avec celle des autres Banques centrales de l'UE, et, plus généralement, moderniser les marchés et les rendre plus compétitifs, ce qui permettra d'améliorer leur efficacité en matière d'allocation des ressources et de renforcer la position de Bruxelles comme centre financier international. Pour atteindre ces objectifs, de nombreuses mesures ont été prises, visant à déréglementer les marchés, accroître la liquidité et mettre en place de nouveaux instruments financiers, tandis que l'on s'employait parallèlement à réduire les coûts de transaction, améliorer la transparence et assurer un niveau adéquat de contrôle prudentiel comparable à celui des autres centres financiers.

En introduisant plus de flexibilité dans la gestion de la dette et en abaissant les taux d'intérêt sur la plupart des instruments de la dette publique, ces mesures ont effectivement réduit le coût du financement de cette dernière. De plus, la refonte des mécanismes de la politique monétaire a aidé à passer avec succès à une politique de change plus ambitieuse centrée sur un étroit rattachement au deutschemark. En ce qui concerne le secteur privé, les effets directs de ces mesures ont été multiples mais, tout bien considéré, ils semblent avoir été moins



importants que pour le secteur public, encore que le système bancaire ait connu une difficile période d'ajustement à l'environnement plus compétitif et plus ouvert aux risques. Le comportement des ménages en matière de dépenses n'a pas été grandement affecté et, contrairement à un certain nombre d'autres pays de l'OCDE où la déréglementation a été suivie de périodes d'instabilité ou de crises financières, les « bulles » financières ont été pratiquement absentes et aucune institution financière belge n'a connu de graves difficultés.

C'est peut-être par la création de nouveaux instruments financiers tels que les billets de trésorerie et les organismes belges de placement collectif en valeurs mobilières – plus que par la réduction du coût de l'intermédiation bancaire – que la réforme a amélioré l'efficacité du secteur financier en matière d'affectation de ressources. De plus, au sens dynamique, la réforme – prise dans son ensemble, c'est-à-dire y compris la modification du régime de change et de la conduite de la politique monétaire, ainsi que la refonte de la fiscalité des instruments financiers – a vraisemblablement eu un puissant effet macroéconomique. Une politique monétaire et une politique de taux de change plus crédibles, complétées par des instruments financiers attrayants, ont renforcé la monnaie et joué un rôle déterminant dans la baisse de l'ensemble des taux d'intérêt belges par rapport aux taux étrangers, notamment aux taux allemands. Cette décrue a vraisemblablement amélioré la performance globale de l'économie, à la fois directement par la baisse des taux d'intérêt et indirectement via l'effet positif exercé sur la confiance par la réduction des paiements d'intérêts sur la dette publique et du déficit budgétaire. Pour ce qui est du processus de transmission de la politique monétaire, la réforme, en rendant les marchés financiers plus compétitifs, a accéléré la vitesse et intensifié l'ampleur avec lesquelles des modifications de taux se répercutent sur l'économie. Dans ce nouveau contexte financier, l'objectif de taux de change peut normalement être défendu par des manipulations relativement mineures des taux d'intérêt intérieurs. Cependant, si le degré nécessaire de discipline n'était pas respecté, la sanction serait probablement forte sous forme de pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme et de pressions à la baisse sur la monnaie.

Le principal problème auquel les autorités sont confrontées dans le domaine financier est de développer encore les marchés des actions et des obligations de sociétés. Rien ne permet d'affirmer que le recours au financement par émission d'actions est insuffisant, mais un meilleur fonctionnement de la bourse pourrait renforcer en longue période la position des entreprises de taille moyenne – qui

peuvent être actuellement trop dépendantes du crédit, le plus souvent à court terme ou à des taux variables. Si le financement sur fonds propres jouait un plus grand rôle, l'économie pourrait être davantage capable d'adaptation, plus dynamique et plus compétitive, dans son ensemble, ce qui contribuerait à améliorer la situation de l'emploi. Tout récemment, un nouveau train de mesures a été annoncé pour renforcer la bourse de Bruxelles et lui permettre de faire face à l'intensification de la concurrence qui résultera de l'entrée en vigueur de la directive communautaire concernant les services d'investissement. Ces mesures devraient contribuer à surmonter progressivement la profonde réticence institutionnelle et culturelle de nombre d'entreprises familiales à se faire coter en bourse. Quant au marché obligataire privé, l'absence d'harmonisation internationale des cadres réglementaires et de la fiscalité continuera de limiter l'attrait de Bruxelles par rapport aux autres centres financiers. Les autorités belges devraient donc centrer leurs efforts sur la mise en place d'un marché liquide et transparent, spécialement adapté aux entreprises locales en quête de capitaux. En ce qui concerne le marché des instruments de la dette publique, si la plupart des mesures nécessaires ont déjà été prises, il devrait sans doute être encore possible de faire quelques progrès, un meilleur ciblage sur des investisseurs déterminés – notamment les ménages – pouvant permettre de réduire encore le coût du financement de la dette publique.

En résumé, au cours des dernières années, la Belgique a suivi une politique macroéconomique rigoureuse et a commencé à corriger ses déséquilibres structurels – affectant notamment les marchés de capitaux, le marché du travail et le système de sécurité sociale. Cette stratégie a certes été coûteuse, notamment au cours de la dernière récession, mais ses retombées positives sont devenues de plus en plus évidentes, d'abord dans le secteur monétaire et extérieur – sous forme d'une monnaie forte, d'un écart de taux d'intérêt relativement faible avec l'Allemagne, d'un important excédent de la balance courante et d'un des taux d'inflation les plus faibles des pays Membres – et plus récemment aussi dans le domaine budgétaire – avec une contraction du déficit budgétaire et une stabilisation du ratio dette/PIB. Néanmoins, pour satisfaire aux critères de Maastricht, un nouvel effort résolu s'impose afin de réduire encore le déficit budgétaire et d'inscrire le ratio dette/PIB sur une pente régulièrement décroissante. La phase actuelle d'expansion devrait constituer un moment particulièrement opportun pour poursuivre résolument les réformes relatives au marché du travail et entre-

prendre la refonte nécessaire du système de sécurité sociale. Force est de reconnaître que ce sont là des mesures difficiles et douloureuses. Néanmoins, en améliorant la flexibilité de l'économie et en assurant la participation de la Belgique à l'UEM, elles renforceront encore la crédibilité de la politique de monnaie forte, réduiront les écarts de taux d'intérêt avec l'Allemagne et permettront la poursuite de l'expansion économique, ce qui se traduira par une sensible amélioration du niveau de vie de l'ensemble de la population.

## Notes

1. Selon les chiffres officiels publiés à la fin du mois de juin, le taux de chômage était de 12.9 pour cent en 1994. Sur cette base, l'estimation du Secrétariat pour le chiffre du NAWRU était proche de 11 pour cent en 1994.
2. L'investissement public officiel avait été artificiellement abaissé en 1993 par le transfert de bâtiments scolaires à des sociétés de droit public, le montant de cette opération étant venu en déduction des investissements publics dans les comptes nationaux. En l'absence de ce facteur, les investissements publics auraient progressé de 12 pour cent en 1993 et de 4 pour cent en 1994.
3. Seuls peuvent être exclus les chômeurs de longue durée vivant avec un deuxième apporteur de revenu (cohabitants).
4. Si l'on considère le nombre de personnes totalement au chômage et percevant des indemnités (chômeurs complets indemnisés) en pourcentage du nombre de personnes assurées contre le chômage (population assurée contre le chômage), le taux de chômage en mars 1995 allait de 13.2 pour cent en Flandre à 24.7 pour cent en Wallonie. Sur cette base, le taux de chômage du pays dans son ensemble était de 16 pour cent.
5. Par exemple, elle ne couvre pas les «travailleurs découragés» – c'est-à-dire les travailleurs qui, soit quittent la population active en raison de leurs chances limitées de trouver un emploi, soit décident de ne pas y entrer. La proportion de travailleurs découragés a été estimée à quelque 1 $\frac{3}{4}$  pour cent de la population active en 1991 (OCDE, 1993, *Perspectives de l'emploi*).
6. Les procédures ayant été modifiées en 1993 pour les statistiques du commerce extérieur de l'UE, ces résultats ne peuvent être qu'approximatifs.
7. Fin avril, la Banque nationale a annoncé qu'elle avait vendu 175 tonnes (soit près de 20 pour cent) de sa réserve d'or. Le montant de l'opération s'élève à près de 70 milliards de francs belges.
8. Banque nationale de Belgique, *Rapport 1993*, p. 26.
9. Le taux central, principal taux officiel, a été porté de 4.85 à 5.85.
10. Le taux central a été ramené d'abord à 5.25 pour cent à la fin de mars, puis à 5 et 4.75 pour cent au début d'avril, et finalement à 4.5 pour cent à la mi-mai; il est ainsi revenu au niveau du taux des prises en pension en Allemagne.
11. Sur la base de chiffres provisoires, la Belgique est un des pays de l'UE dans lequel le déficit budgétaire rapporté au PIB a le plus fortement diminué en 1994 (plus de 1 $\frac{1}{4}$  point) et, selon

- les projections du Secrétariat de l'OCDE, elle est l'un des très rares dont le ratio dette/PIB devrait s'inscrire en baisse sur la période 1994-96.
12. Le Plan de convergence fixe également des objectifs annuels pour tous les niveaux du secteur des administrations publiques, à savoir le gouvernement fédéral, les communes et les régions, les collectivités locales et le système de sécurité sociale. Pour en accélérer la mise en œuvre, le gouvernement, les communes et les régions sont convenus en juillet 1994 de faire tout ce qui serait en leur pouvoir pour atteindre leurs objectifs respectifs.
  13. C'est-à-dire sans aucune augmentation, en termes nominaux, de la subvention reçue du Trésor.
  14. Banque nationale de Belgique, *Rapport 1994*, p. 47.
  15. Il s'agit de «privatisations indirectes», c'est à dire de recettes provenant de la vente de participations dans des entreprises publiques contrôlées indirectement. Selon les autorités belges, les «privatisations indirectes» peuvent être traitées comme des transferts de capitaux réduisant le déficit des administrations publiques. Les sommes en cause s'élèvent à BF 32.2 milliards en 1993, et BF 12.7 milliards en 1994.
  16. Cette analyse ainsi que le tableau 7 sont fondés sur les chiffres de la Banque nationale de Belgique.
  17. Banque nationale de Belgique, *Rapport 1994*, tableau 20, p. 49.
  18. Néanmoins, l'incidence positive de la gestion de la dette sur les paiements d'intérêts observée en 1994 a été fortement réduite pour des raisons comptables concernant l'établissement du budget (système des paiements et non des transactions). Bien qu'une forte proportion de la dette à long terme ait été refinancée à des taux plus faibles, les paiements d'intérêt ne se trouveront réduits qu'à partir de 1995. De plus, les émissions à long terme se sont faites en moyenne en dessous de leur valeur au pair (du fait de la hausse des taux longs au deuxième semestre de 1994), les primes d'émission ayant donc alourdi les paiements d'intérêts. Enfin, le Trésor a fait davantage appel à des financements à court terme ou à des taux d'intérêt variables, pour mettre à profit la pente accentuée de la courbe des rendements. Pour toutes ces raisons, les paiements d'intérêts ont été plus élevés en 1994 (dans l'optique des paiements) qu'il ne l'auraient été sur la base des transactions.
  19. De plus, le budget 1995 comprend BF 13.5 milliards (soit à peu près 0.2 pour cent du PIB) qui représentent le produit de ventes d'actifs et de droits de licence.
  20. Néanmoins, le précompte sur les dividendes afférent à de nouvelles actions a été ramené de 25.75 à 13.39 pour cent.
  21. Ainsi que par la modération salariale.
  22. Ainsi qu'il ressort d'une récente analyse économétrique non publiée d'experts du Bureau du Plan.
  23. Le secteur bancaire comprenait : les banques commerciales, les caisses d'épargne et les institutions publiques de crédit. Les banques commerciales étaient toutes privées, leurs activités diversifiées étant souvent orientées vers les transactions internationales. Les caisses d'épargne étaient aussi toutes privées et spécialisées dans la collecte de l'épargne intérieure et l'octroi de prêts à la clientèle belge. Les institutions publiques de crédit (comme le Crédit communal, la Caisse générale d'épargne et de retraite et la Société nationale de crédit à

l'industrie) avaient été créées à l'origine pour apporter des financements à des conditions avantageuses à des secteurs spécifiques (comme le logement), mais étaient devenues par la suite moins spécialisées. En 1987, les institutions publiques de crédit représentaient un tiers des prêts aux ménages et entreprises non financières et détenaient 40 pour cent des actifs de ces secteurs.

24. Les autorités (la Commission bancaire et financière, le ministère des Finances et la Banque nationale de Belgique) étaient représentées à ce Comité.
25. La Belgique comptait aussi l'une des plus fortes proportions de banques étrangères au sein de la zone de l'OCDE.
26. Les avoirs extérieurs nets de l'ensemble Belgique-Luxembourg – c'est-à-dire la position nette pour les investissements internationaux – sont devenus positifs en 1988 et se sont établis à quelque 5 pour cent du PIB en 1989.
27. Il est intéressant de noter que, contrairement au sous-développement des marchés nationaux de capitaux en francs belges, le Trésor utilisait dans ses emprunts en devises des instruments et techniques perfectionnés comme les euro-billets de trésorerie, les euro-bons à moyen terme, les opérations d'échange, etc.
28. Notamment, le cadre réglementaire très ancien et à bien des égards dépassé, l'importance des coûts de transaction, la structure extrêmement fragmentée des agents de change et l'information très limitée.
29. Il n'y a pas de retenue à la source au Luxembourg, où les contribuables doivent déclarer volontairement leur revenu imposable.
30. Dans une moindre mesure, les résidents belges ont aussi placé en comptes d'épargne libellés en francs auprès de banques néerlandaises.
31. En outre, si la place financière du Luxembourg a produit d'autres effets positifs, peut-être plus importants encore, sur la balance des paiements de l'UEBL, le cours de change du franc et les taux d'intérêt belges, c'est en raison des revenus de placement considérables résultant du processus d'intermédiation internationale des banques du Luxembourg, revenus qui sont venus renforcer les paiements courants de l'UEBL et stimuler la confiance dans le franc.
32. Les OLO sont dématérialisées; elles sont assimilables, une nouvelle tranche d'émission appartenant à une « ligne » donnée étant considérée comme présentant les mêmes caractéristiques qu'une tranche précédente (toutes les obligations de la même ligne ont la même valeur nominale et la même échéance); elles sont émises par adjudications régulières; elles ne sont pas assorties de clauses de remboursement anticipé ou d'autres formes de remboursement avant l'échéance finale. Toutes les transactions sur OLO sont enregistrées dans le cadre d'un système d'écriture géré par la chambre de compensation de la Banque nationale.
33. Le *Grand livre de la dette publique*.
34. A l'origine, il y avait 14 spécialistes en valeurs d'État.
35. Toutefois, pour avoir accès aux marchés primaire et secondaire, les investisseurs devaient aussi avoir un numéro d'identification fiscale et figurer sur le registre des souscripteurs.
36. Une autre conséquence de ces changements aura aussi été de réduire le rôle du *Fonds des rentes*, qui ne réglemente désormais plus la totalité du marché secondaire des titres publics, mais uniquement le marché des titres d'emprunt traditionnels sur support papier (*emprunts*

*grand public*) – le marché secondaire des obligations linéaires étant désormais régi par les spécialistes en valeurs d'État.

37. Le taux d'escompte concerne la mobilisation d'effets de commerce, dans la limite d'un plafond global (5 milliards de francs belges pour l'ensemble des établissements de crédit). Le taux des avances hors plafond n'est normalement pas utilisé, car le plafond pour les avances courantes est fixé à un niveau très élevé (220 milliards de francs belges pour l'ensemble des établissements de crédit).
38. Marché belge des contrats à terme et des options.
39. Le système comprend des comptes X et des comptes N. Les comptes X sont destinés aux investisseurs non assujettis à la retenue à la source, tandis que les comptes N sont destinés à ceux qui sont soumis à cet impôt.
40. La titrisation est la transformation de créances financières généralement non négociables (telles que billets de trésorerie ou crédits hypothécaires) en titres négociables.
41. En Belgique, les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) constituent l'une des plus importantes catégories d'OPCVM.
42. Des mesures ont aussi été prises pour intensifier la lutte contre le blanchiment de capitaux.
43. Principalement OPCVM, billets de trésorerie et produits dérivés belges.
44. Cet écart est revenu de 10 points de base en moyenne sur la période 1985-89 à moins 6 points de base en 1993.
45. Alors qu'une modification des taux courts se répercute assez rapidement, il faut des années avant qu'une modification des taux longs produise tous ses effets, en fonction du calendrier des échéances de la dette publique et d'autres variables, comme l'existence d'options de rachat anticipé et l'exercice ou le non-exercice de ces options.
46. A mesure que la part de la dette publique sous forme d'OLO s'est accrue, la proportion de ces titres détenus par les investisseurs étrangers a diminué, de 24 pour cent au début de 1991 à 9 pour cent en juin 1994. En ce qui concerne les certificats de trésorerie dématérialisés, cette proportion est revenue de 4.5 pour cent à 3.9 pour cent.
47. Ces pourcentages font référence à la dette de l'administration centrale libellée en francs belges.
48. Kredietbank, *Bulletin mensuel*, novembre 1994, pp. 4-5.
49. Fin 1993, les banques détenaient près de 50 pour cent de la dette publique.
50. Plus précisément, la seconde directive de coordination bancaire, entrée en vigueur en 1993. Néanmoins, le nombre de banques étrangères établies en Belgique était déjà élevé et il n'a pas sensiblement augmenté depuis la réforme et le marché unique.
51. C'est l'une des raisons pour lesquelles le creusement apparent de la marge entre les taux débiteurs et créditeurs de certaines banques ces dernières années, par rapport à la fin des années 80, doit être interprété avec beaucoup de précaution. En tout état de cause, pour isoler l'impact de la réforme financière sur cette marge, il convient de dissocier plusieurs effets ou de procéder à des ajustements. Par exemple, en supprimant la contrainte ou les rigidités qui avaient favorisé les prêts à des emprunteurs présentant de faibles risques, la réforme a sans doute accru le risque moyen du crédit bancaire par rapport aux emprunts sur les marchés. Ce

phénomène nécessiterait certains ajustements pour déterminer un instrument de mesure à «risque constant» des coûts d'intermédiation. En outre, la marge entre taux débiteurs et créditeurs est affectée par le niveau de ces taux : elle tend en effet à se creuser lorsque les taux d'intérêt augmentent dans leur ensemble et vice versa – relation qui supposerait un nouvel ajustement.

52. Parfois appelés «ratios Cooke».
53. Établissements de crédit de droit belge.
54. Commission bancaire et financière.
55. Les opérations de pension sont une autre rubrique qui a connu une croissance explosive ces toutes dernières années. Elles reposent généralement sur des OLO et des certificats de trésorerie – auquel cas, elles ne présentent pratiquement aucun risque de crédit pour le prêteur. Pour cette raison, elles sont souvent préférées aux opérations de prêt/emprunt sur le marché interbancaire.
56. Selon la Banque nationale de Belgique, cette marge d'intermédiation a été portée à 2.23 pour cent pour les neuf premiers mois de 1994, contre 2.02 pour cent durant la période correspondante de 1993.
57. Ou plus précisément, des nouveaux actifs financiers (tableau 13).
58. Belfox a mis du temps à démarrer, mais récemment, son volume de transactions a augmenté et il est considéré comme satisfaisant par les autorités belges, même s'il ne représente encore qu'une très faible part du marché au comptant – alors que les volumes du LIFFE ou du MATIF sont des multiples de ceux des marchés au comptant. En tout état de cause, Belfox passe pour un complément nécessaire aux OLO, notamment pour les investisseurs étrangers de métier. La réforme boursière a considérablement réduit le nombre de sociétés de bourse, qui est revenu de 220 en 1988 à 97 en 1993. Toutefois, elle n'a guère réussi à revitaliser la Bourse elle-même et les résultats des sociétés de Bourse ont été assez médiocres en 1991-92 – aussi bien par le volume de transactions que les bénéfices – bien qu'ils se soient sensiblement améliorés en 1993.
59. Selon la Commission bancaire et financière, 10 pour cent des opérations sur contrats et options sur devises et taux d'intérêt déclarées par les banques belges ont été conclues de gré à gré avec le secteur non bancaire.
60. D'autres segments des marchés des capitaux privés n'ont guère réagi à la réforme, notamment la titrisation et le crédit hypothécaire à taux révisable.
61. Le taux d'épargne des ménages est passé de 15.3 pour cent en moyenne pour la période 1985-89 à 21 pour cent pour 1990-94.
62. Selon les estimations de la Banque nationale, la position financière nette des ménages était de l'ordre de 135 pour cent du PIB en 1991.
63. Il convient cependant de noter que, compte tenu de la décision d'arrimer le franc belge aux devises fortes du mécanisme de change et des périodes récurrentes de tension sur les marchés des changes, les instruments qui étaient initialement destinés simplement au réglage fin de la politique monétaire ont joué un rôle prépondérant, permettant parfois aux autorités monétaires de modifier rapidement et brutalement les conditions sur le marché monétaire. En conséquence, contrairement à ce qu'on attendait, c'est le «taux central», plus que le taux des



adjudications hebdomadaires, qui a été l'indicateur clé de l'orientation de la politique monétaire.

64. Sur un plan plus technique, les autorités ont récemment redéfini les « règles du jeu » (cahier des charges) des spécialistes en valeurs d'État sur le marché des OLO et introduit un système interagente primaire de marché (*inter primary dealer broker*), afin de résoudre certains problèmes de fonctionnement qui sont survenus en 1994 durant la phase délicate qu'ont connue les marchés obligataires dans le monde et qui semblent avoir porté préjudice à la liquidité du marché secondaire. Même si les autorités admettent que ces problèmes techniques ont pu avoir un impact négatif sur le prix des OLO, elles estiment que le creusement temporaire de l'écart des taux longs avec l'Allemagne durant les trois premiers trimestres de 1994 a surtout traduit d'autres facteurs, notamment le manque de connaissance des données économiques fondamentales de la Belgique de la part des investisseurs institutionnels étrangers – lacune qui pourrait être corrigée par d'autres mesures, notamment une intensification de la campagne d'information.
65. Les entreprises étrangères représentent 50 pour cent de l'ensemble des sociétés cotées à la Bourse de Bruxelles. La tendance à la diminution du nombre des sociétés étrangères cotées en Belgique peut s'expliquer également par d'autres facteurs, notamment le développement des communications entre les places financières internationales.
66. Fin 1990, les PME (c'est-à-dire les entreprises de moins de 100 salariés) représentaient 98 pour cent des entreprises opérant en Belgique et 46 pour cent de l'emploi dans le secteur privé. En revanche, elles ne produisaient qu'un peu plus de 20 pour cent de la valeur ajoutée totale dans le secteur privé.
67. La retenue à la source a été ramenée de 25 à 10 pour cent en mars 1990, avant d'être portée à 10,2 pour cent en juillet 1993, puis à 13,39 pour cent en janvier 1994.
68. Pour l'heure, les commissions semblent rester assez stables pour les petits investisseurs et seul un « courtier à marge réduite » s'est installé.
69. Deux émissions obligataires en francs luxembourgeois ont connu une défaillance des paiements d'intérêts en 1994.
70. Un de ces points précise qu'une émission doit porter sur un montant minimum de 2 milliards de francs belges.
71. Loi du mois d'avril 1995 concernant les marchés secondaires, le statut juridique et la surveillance des sociétés de bourse, les intermédiaires et les conseillers boursiers.
72. Les sociétés de bourse doivent avoir un capital initial entièrement libéré de 10 millions de francs belges au minimum. Ce montant est porté à 50 millions pour les sociétés de bourse qui traitent pour compte propre ou qui souscrivent des émissions d'instruments financiers ou garantissent le placement de ces émissions, et à 100 millions pour les sociétés de bourse intervenant en qualité de dépositaire pour le compte d'investisseurs institutionnels.

*Annexe*

**Chronologie économique**

**BELGIQUE**

**1994**

**Janvier**

Le taux standard de la TVA passe de 19.5 pour cent à 20.5 pour cent.

La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à trois reprises pour le ramener à 6.85 pour cent.

Les intermédiaires financiers agréés par un pays de l'UE sont autorisés à devenir membres du marché belge d'options et de futures (Belfox).

**Février**

La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à trois reprises pour le ramener à 6.4 pour cent.

**Mars**

Les partenaires sociaux du Conseil central de l'économie n'aboutissent pas à un accord unanime sur la compétitivité belge. Les syndicats concluent que les données statistiques disponibles sont insuffisantes pour évaluer la position concurrentielle, alors que les organisations patronales prétendent que la compétitivité n'a été stabilisée que grâce aux mesures du plan global et que des mesures supplémentaires s'imposent.

La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à trois reprises pour le ramener à 6.05 pour cent.

## **Avril**

Les cotisations patronales sur les faibles salaires ont été réduites, se traduisant par une réduction de 10 pour cent des coûts de main-d'œuvre pour les travailleurs les moins qualifiés.

La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à quatre reprises pour le ramener à 5.6 pour cent.

## **Mai**

La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à quatre reprises pour le ramener à 5.25 pour cent.

## **Juin**

Le ministre des Finances annonce la création d'un nouveau système de compensation permettant aux investisseurs individuels privés de détenir, dans un compte spécial, des bons du Trésor et des obligations linéaires (OLO), une possibilité réservée auparavant uniquement aux banques et aux investisseurs institutionnels. La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à cinq reprises pour le ramener à 4.95 pour cent.

## **Juillet**

Le gouvernement présente le Budget 1995. Il est prévu que les dépenses du gouvernement fédéral diminueront de 1.6 pour cent en termes réels. Le Budget vise à ramener le déficit des administrations publiques à 4.3 pour cent du PIB, suivant le Plan de convergence.

L'administration fédérale parvient à un accord avec les municipalités et les régions sur les objectifs du Plan de convergence.

La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à deux reprises pour le ramener à 4.85 pour cent.

## **Septembre**

Le gouvernement propose une norme budgétaire supplémentaire, qui force l'excédent primaire à rester au dessus de 6 pour cent du PIB après 1996.

## **Décembre**

Un accord interprofessionnel est conclu pour la période 1995-96. Les charges sociales sont allégées pour les entreprises qui créent des emplois supplémentaires en réduisant la durée du travail et qui embauchent des chômeurs de longue durée ou des bénéficiaires du minimum de moyens d'existence. La limite d'âge pour la retraite anticipée est abaissée à 55 ans, sous réserve de conditions particulières pendant deux ans.

## **1995**

### **Mars**

Dans son évaluation annuelle de la position concurrentielle de la Belgique, le Conseil central de l'économie indique que l'UEBL a perdu des parts de marché à l'exportation, en comparaison des gains de ses principaux concurrents.

Le franc belge est soumis à des pressions à la baisse sur les marchés des changes et la Banque nationale de Belgique augmente son taux central de 1 point de pourcentage jusqu'à 5.85 pour cent. A la fin du mois, le franc belge s'étant raffermi, la banque réduit son taux central de 0.6 point de pourcentage pour le ramener à 5.25 pour cent.

### **Avril**

La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à 4.75 pour cent.

### **Mai**

La Banque nationale de Belgique réduit son taux central à 4.5 pour cent.

Des élections générales ont lieu. La composition du nouveau parlement est : Parti socialiste 41 sièges, Parti chrétien social 41 sièges, Libéraux 39 sièges et autres 29 sièges.

STATISTIQUES DE BASE : COMPARAISONS INTERNATIONALES

Unités	Période de référence <sup>1</sup>	Australie	Autriche	Belgique	Canada	Danemark	Finlande	France	Allemagne	Grèce	Irlande	Irlande	Italie	Japon	Luxembourg	Mexique	Pays-Bas	Nouvelle-Zélande	Norvège	Portugal	Espagne	Suède	Suisse	Turquie	Royaume-Uni	États-Unis
<b>Population</b>																										
Total	1992	17 489	7 884	10 045	28 436	5 171	5 042	57 374	80 569	10 300	260	3 547	56 859	124 320	390	89 540	15 184	3 443	4 287	9 858	39 085	8 668	6 875	58 400	57 998	255 610
Densité km <sup>2</sup> de superficie terrestre	1992	2	94	329	3	120	15	105	226	78	3	50	189	329	150	45	372	13	13	107	77	19	166	75	237	27
Accroissement moyen annuel net sur 10 ans	1992	1.4	0.4	0.2	1.5	0.1	0.4	0.5	2.7	0.5	1.1	0.2	0	0.5	0.6	2.1	0.6	0.8	0.4	0	0.3	0.4	0.6	2.2	0.3	1
<b>Emploi</b>																										
Emploi civil (EC) <sup>2</sup>	1992	7 637	3 546	3 724	12 240	2 613	2 163	22 032	28 708	3 634 (91)	140 (91)	1 113 (91)	21 271	64 360	162 (91)	23 403 (90)	6 576	1 467	1 970	4 498	12 359	4 195	3 481	18 600	25 175	117 598
Dont : Agriculture	% de l'EC	5.3	7.1	2.6	4.4	5.2	8.6	5.2	3.1	22.2 (91)	10.7 (91)	13.8 (91)	8.2	6.4	3.7 (91)	4	10.8	5.6	11.6	10.1	3.3	5.6	43.9	2.2	2.9	
Industrie	% de l'EC	23.8	35.6	27.7	22.7	27.4	27.9	28.9	38.3	27.5 (91)	26.4 (91)	28.9 (91)	32.2	34.6	31.5 (91)	27.8 (90)	24.6	22.6	23.5	33.2	26.5	33.9	22.1	26.5	24.6	
Services	% de l'EC	71	57.4	69.7	73	68.7	63.5	65.9	58.5	50.2 (91)	62.9 (91)	57.2 (91)	59.6	59	64.8 (91)	49.6 (90)	71.4	66.6	71	55.3	57.5	70.2	60.6	34	71.3	72.5
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>																										
Aux prix et taux de change courants	1992	296.6	186.2	220.9	563.7	141.6	106.4	1 322.1	1 801.3	77.9	6.9	51	1 220.6	3 662.5	10.6	329.3	320.2	41.1	113.1	84.2	576.3	247.2	240.9	159.1	1 042.8	5 937.3
Par habitant	\$EU	16 959	23 616	21 991	19 823	27 383	21 100	23 043	27 770	7 562	26 595	14 385	21 468	29 460	27 073	3 678	21 089	11 938	26 386	8 541	14 745	28 522	35 041	2 724	17 981	23 228
Aux prix et PPA courants <sup>3</sup>	1992	294.5	142	181.5	536.8	91.2	73.2	1 063.7	1 328.2	85.1	4.4	45.3	1 005.9	2 437.2	8.5	493.1	257.2	49.2	75.7	95.9	500.2	143.3	152.8	297.3	941.1	5 953.3
Par habitant	\$EU	16 800	18 017	18 071	19 585	17 628	14 510	18 540	20 482	8 267	17 062	12 763	17 373	19 604	21 833	5 507	16 942	14 294	17 664	9 743	12 797	16 526	22 221	5 019	16 227	23 291
Croissance moyenne annuelle, en volume, sur 5 ans	%	2	3.4	3.1	1.1	1.1	-0.1	2.4	4	2.2	-0.1	5.6	2.2	4.2	4.1	3.1	3	0.4	1.3	3.3	0.6	1.7	3.7	0.9	1.9	
<b>Formation brute de capital fixe (FBCF)</b>	% du PIB	19.7	25	19.1	18.8	15.1	18.5	20	20.9	18	17.5	15.9	19.1	30.8	27.7	20.8	20.3	16.4	19.2	26.2	21.8	17	23.7	23	15.6	15.6
Dont : Machines et autres équipements	% du PIB	9.3	9.9	8.6	6.2	6.8	6.8	8.8	9.2	7.9	5.3	6.7	8.9	12.4	...	10.6	9.4	8.2	...	...	6.8	6.2	8	8.5	7.2	7.2
Construction de logements	% du PIB	5.1	5.7	4.6	6.4	3	4.6	5.1	6.1	3.8	4.8	4.3	5.3	5.2	...	4.5	5	4.1	...	...	4.3	5.9	15.7 <sup>10</sup>	7.6	3	3.7
Croissance moyenne annuelle, en volume, sur 5 ans	%	-1	5.1	7.1	1.4	-4.2	-4.3	3.3	5	4.9	-3	2.9	2.7	6.5	6.5	8.9	2.5	-1.3	-5.4	6.8	6.2	-0.6	1.5	4.6	0.6	0.7
<b>Taux d'épargne brute<sup>4</sup></b>	% du PIB	15.6	25.1	21.3	12.8	18	12.1	19.8	22.1	15.5	14.3	18.5	17.2	33.9	60.2	16.1	23.5	19.2	21	25.3	19.1	14.1	29.7	23.1	12.8	14.5
<b>Ensemble des administrations publiques</b>																										
Dépenses courantes en biens et services	% du PIB	18.5	18.4	14.7	21.9	25.5	24.9	18.8	17.9	19.7	20.2	16.1	17.6	9.3	17.1	10.1 <sup>9</sup>	14.5	16.3	22.4	18.3	17	27.8	14.3	12.9	22.3	17.7
Emplois courants <sup>5</sup>	% du PIB	36.9	46.2	54.6	49.2	58.2	56.1	48.4	44.1	47.1	32.1	...	51.5	25.9	...	...	55.3	...	...	...	...	64.6	35.1	...	42.1	36.7
Ressources courantes	% du PIB	33.1	48.3	49.7	43.7	57.3	53.2	46.1	45	39.9	34.8	...	43.6	34	...	...	54.1	...	...	...	...	59.6	34.7	...	38	31.6
<b>Apports nets d'aide publique au développement</b>	% du PNB	0.33	0.3	0.39	0.45	0.98	0.61	0.63	0.42	...	...	0.14	0.34	0.3	0.34	...	0.86	0.24	1.13	0.36	0.26	1	0.47	...	0.31	0.2
<b>Indicateurs du niveau de vie</b>																										
Consommation privée par habitant <sup>6</sup>	\$EU	10 527	9 951	11 420	11 863	9 120	8 285	11 144	11 186	5 929	10 557	7 443	10 936	11 191	12 285	3 978	10 213	8 769	9 189	6 124	8 083	8 907	13 043	3 206	10 397	15 637
Voitures de tourisme pour 1 000 habitants	Nombre	430	382	387	469	311	386	413	480	169	464	228	478	282	470	85	356	440	378	260	307	418	441	29	361	568
Postes de téléphone pour 1 000 habitants	Nombre	448	589	546	570	972	530	482	671	458	496	279	555	421	413	118	462	430	502	263	323	681	905	151	434	509
Postes de télévision pour 1 000 habitants	Nombre	484	475	447	626	528	488	400	506	195	319	271	423	610	252	127	485	372	423	176	389	471	406	174	434	814
Médecins pour 1 000 habitants	Nombre	2	2.1	3.6	2.2	2.8	2.5	2.7	3.2	3.4	2.8	1.5	1.3	1.6	2.1	1.1	2.5	1.9	3.1	2.8	3.9	2.9	3	0.9	1.4	2.3
Mortalité infantile pour 1 000 naissances vivantes	Nombre	7.1	7.4	8.4	6.8	7.5	5.8	7.3	7.1	9	5.5	8.2	8.3	4.6	9.2	43	6.5	8.3	7	10.8	7.8	6.1	6.2	56.5	7.4	8.9
<b>Salaires et prix (accroissement annuel moyen sur 5 ans)</b>																										
Salaires (gains ou taux selon la disponibilité)	%	5	5.4	4.1	4.4	4.7	7	3.9	5.1	17.7	...	5.1	6.9	4	...	5.3	2.7	3.9	5	...	7.7	7.3	...	...	8.3	2.9
Prix à la consommation	%	5.2	3	2.7	4.2	3.3	5	3.1	2.8	16.6	14.3	3.2	5.9	2.2	3	35.8	2.1	4.3	4.2	11.2	6	6.8	4.1	66.6	6.3	4.3
<b>Commerce extérieur</b>																										
Exportations de marchandises, fob <sup>7</sup>	Milliards de \$EU	42 844	44 361	123 264 <sup>7</sup>	134 696	39 732	23 956	235 911	429 727	9 541	1 571	28 297	178 217	339 553	...	46 196	140 234	9 831	35 140	17 990	64 509	55 980	65 478	14 853	190 103	448 033
En pourcentage du PIB	%	14.4	23.8	55.8	23.9	28.1	22.5	17.8	23.9	12.2	22.7	55.5	14.6	9.3	...	14	43.8	23.9	31.1	21.4	11.2	22.6	27.2	9.3	18.2	7.5
Accroissement annuel moyen sur 5 ans	%	10.1	10.4	8.2	7.4	9.2	4.3	9.8	7.9	6.2	3	12.1	8.9	8.1	...	17.7	8.6	6.5	10.4	14.5	13.7	4.8	7.5	7.5	7.8	12
Importations de marchandises, caf <sup>8</sup>	Milliards de \$EU	40 751	54 038	125 133 <sup>7</sup>	122 445	33 707	21 166	230 050	408 180	23 012	1 710	22 467	188 524	233 100	...	62 129	134 578	9 159	26 057	29 588	99 659	49 916	65 587	23 267	220 994	531 070
En pourcentage du PIB	%	13.7	29	56.6	21.7	23.8	19.9	17.4	22.7	29.5	24.7	44	15.4	6.4	...	18.9	42	22.3	23	35.1	17.3	20.2	27.2	14.6	21.2	8.9
Accroissement annuel moyen sur 5 ans	%	8.6	10.7	8.4	6.9	5.8	2.4	8.5	12.4	10.7	1.6	10.5	8.6	9.2	...	36.1	8.1	4.8	2.9	17.4	15.3	4.2	5.3	10	7.5	5.5
<b>Réserves officielles totales<sup>9</sup></b>	Milliards de DTS	8 152	9 006	10 037 <sup>7</sup>	8 314	8 032	3 792	19 657	66 158	3 486	362	2 502	20 104	52 089	...	13 776	15 954	2 239	8 684	13 912	33 094	16 454	24 185	4 480	26 648	43 831
En ratio des importations mensuelles de marchandises	Ratio	2.4	2	1	0.8	2.9	2.1	1	1.9	1.8	2.5	1.3	1.3	2.7	...	2.7	1.4	2.9	4	5.6	4	4	4.4	2.3	1.4	1

\* Aux prix et taux de change courants.  
 1. Sauf indication contraire.  
 2. Suivant définition retenue dans *Statistiques de la population active* de l'OCDE.  
 3. Converti à l'aide des Parités de Pouvoir d'Achat (PPA) courantes.  
 4. Épargne brute = Revenu national disponible moins consommation privée et consommation des administrations publiques.  
 5. Emplois courants = Dépenses courantes en biens et services plus les transferts courants et le revenu de la propriété.  
 6. L'or compris dans les réserves est évalué à 35 DTS l'once. Situation en fin d'année.  
 7. Y compris le Luxembourg.

8. Inclus dans les chiffres de la Belgique.  
 9. Se réfèrent au secteur public y compris les entreprises publiques.  
 10. Y compris les constructions résidentielles.  
 Sources : Population et emploi : *Statistiques de la population active*, OCDE. PIB, FBCF et administrations publiques : *Comptes nationaux*, vol. 1, OCDE. Indicateurs du niveau de vie : publications nationales diverses. Salaires et prix : *Principaux indicateurs économiques*, OCDE. Commerce extérieur : *Statistiques mensuelles du commerce extérieur*, OCDE. Réserves officielles totales : *Statistiques financières internationales*, FMI.

## OFFRES D'EMPLOI

### *Département des Affaires économiques de l'OCDE*

Le Département des Affaires économiques de l'OCDE offre la possibilité d'exercer une activité stimulante et enrichissante aux économistes s'intéressant à l'analyse économique appliquée dans un environnement international. Son champ d'activité couvre la politique économique sous tous ses aspects, aussi bien macroéconomiques que microéconomiques. Sa fonction essentielle est d'établir, à l'intention de comités composés de hauts fonctionnaires des pays Membres, des documents et des rapports traitant de questions d'actualité. Dans le cadre de ce programme de travail, ses trois principales attributions sont les suivantes :

- préparer des études périodiques des économies des différents pays Membres ;
- publier deux fois par an des examens complets de la situation et des perspectives économiques des pays de l'OCDE dans le contexte des tendances économiques internationales ;
- analyser dans une optique à moyen terme certaines questions intéressant l'ensemble des pays de l'OCDE et, dans une moindre mesure, les pays non membres.

Les documents établis à ces fins, ainsi qu'une grande partie des autres études économiques et des statistiques élaborées par le Département sont publiés dans les *Perspectives économiques de l'OCDE*, les *Études économiques de l'OCDE*, la *Revue économique de l'OCDE*, et la série *Documents de travail* du Département.

Le Département gère un modèle économétrique mondial, INTERLINK, qui joue un rôle important dans l'établissement des analyses de politique économique et des prévisions semestrielles. L'utilisation de larges bases de données internationales et d'importants moyens informatiques facilite les analyses empiriques comparatives, en grande partie incorporées au modèle.

Le Département regroupe environ 80 économistes confirmés ayant des formations variées et venant de tous les pays Membres. La plupart des projets sont réalisés par de petites équipes et durent de quatre à dix-huit mois. A l'intérieur du Département, les idées et les points de vue font l'objet d'amples discussions ; des échanges de vues approfondis ont lieu entre les différents responsables, et tous les administrateurs ont la possibilité de contribuer activement au programme de travail.

### **Qualifications recherchées par le Département des Affaires économiques :**

- a) Savoir utiliser avec une grande compétence les instruments fournis par la théorie microéconomique et macroéconomique pour répondre à des questions se rapportant à la politique économique. De l'avis des responsables du Département, cela exige l'équivalent d'un doctorat en économie ou, pour un diplôme d'un niveau moins élevé, une expérience professionnelle étendue dans ce domaine.
- b) Avoir une très bonne connaissance des statistiques économiques et des méthodes d'analyse quantitative ; il s'agit notamment d'identifier les données, d'estimer des relations structurelles, d'appliquer les principales techniques d'analyse des séries chronologiques, et de tester des hypothèses. Il est essentiel de pouvoir interpréter les résultats de façon judicieuse dans l'optique de la politique économique.
- c) Porter un grand intérêt aux questions de politique économique, aux évolutions économiques et à leur contexte politique et social, et en avoir une bonne connaissance.

- d) S'intéresser à l'analyse des questions posées par les responsables politiques et en avoir l'expérience, afin de pouvoir leur en présenter les résultats de façon efficace et judicieuse. Une expérience professionnelle dans des organismes gouvernementaux ou des instituts de recherche économique constitue donc un avantage.
- e) Être capable de rédiger de façon claire, efficace et précise. L'OCDE est une organisation bilingue dont les langues officielles sont le français et l'anglais. Les candidats doivent maîtriser une de ces langues et avoir des notions de l'autre. La connaissance d'autres langues constitue un avantage pour certains postes.
- f) Pour certains postes, une spécialisation dans un domaine particulier peut être importante, mais le candidat retenu sera appelé à contribuer à des travaux portant sur une vaste gamme de questions se rapportant aux activités du Département. Par conséquent, à quelques exceptions près, le Département ne recrute pas de personnes possédant une spécialisation trop étroite.
- g) Le Département est tenu de respecter un calendrier très rigoureux et de stricts délais. Par ailleurs, une grande partie de ses travaux sont effectués par de petits groupes. Il est donc important de pouvoir collaborer avec d'autres économistes ayant une culture et une expérience professionnelle différentes, diriger le travail d'économistes moins expérimentés et effectuer les travaux dans les délais requis.

### **Informations générales**

Le salaire de recrutement dépend du niveau d'études et de l'expérience professionnelle, mais le traitement de base offert au départ est de FF 305 700 ou FF 377 208 pour les administrateurs (économistes), et de FF 438 348 pour les administrateurs principaux (économistes de haut niveau). A ce traitement peuvent s'ajouter des indemnités d'expatriation et/ou des indemnités pour charges de famille selon la nationalité, le lieu de résidence et la situation de famille de l'intéressé. Les engagements initiaux sont d'une durée déterminée de deux à trois ans.

Ces postes sont ouverts aux candidats ressortissant des pays Membres de l'OCDE. L'Organisation s'efforce de maintenir un équilibre approprié entre les agents de sexe féminin et les agents de sexe masculin et entre les ressortissants des différents pays Membres.

De plus amples informations sur les offres d'emploi du Département des Affaires économiques peuvent être obtenues à l'adresse suivante :

**Unité administrative**  
**Département des Affaires économiques**  
**OCDE**  
**2, rue André-Pascal**  
**75775 PARIS CEDEX 16**  
**FRANCE**

**E-Mail: [compte.esadmin@oecd.org](mailto:compte.esadmin@oecd.org)**

Les candidatures, accompagnées d'un curriculum vitæ détaillé en anglais ou en français, doivent être envoyées sous la référence «ECSUR» au Chef du Personnel à l'adresse ci-dessus.

**MAIN SALES OUTLETS OF OECD PUBLICATIONS  
PRINCIPAUX POINTS DE VENTE DES PUBLICATIONS DE L'OCDE**

**ARGENTINA - ARGENTINE**

Carlos Hirsch S.R.L.  
Galería Gilemes, Florida 165, 4° Piso  
1333 Buenos Aires Tel. (1) 331.1787 y 331.2391  
Telefax: (1) 331.1787

**AUSTRALIA - AUSTRALIE**

D.A. Information Services  
648 Whitehorse Road, P.O.B 163  
Mitcham, Victoria 3132 Tel. (03) 873.4411  
Telefax: (03) 873.5679

**AUSTRIA - AUTRICHE**

Gerold & Co.  
Graben 31  
Wien 1 Tel. (0222) 533.50.14  
Telefax: (0222) 512.47.31.29

**BELGIUM - BELGIQUE**

Jean De Lannoy  
Avenue du Roi 202 Koningslaan  
B-1060 Bruxelles Tel. (02) 538.51.69/538.08.41  
Telefax: (02) 538.08.41

**CANADA**

Renouf Publishing Company Ltd.  
1294 Algoma Road  
Ottawa, ON K1B 3W8 Tel. (613) 741.4333  
Telefax: (613) 741.5439

Stores:  
61 Sparks Street  
Ottawa, ON K1P 5R1 Tel. (613) 238.8985  
211 Yonge Street  
Toronto, ON M5B 1M4 Tel. (416) 363.3171  
Telefax: (416) 363.59.63

Les Éditions La Liberté Inc.  
3020 Chemin Sainte-Foy  
Sainte-Foy, PQ G1X 3V6 Tel. (418) 658.3763  
Telefax: (418) 658.3763

Federal Publications Inc.  
165 University Avenue, Suite 701  
Toronto, ON M5H 3B8 Tel. (416) 860.1611  
Telefax: (416) 860.1608

Les Publications Fédérales  
1185 Université  
Montréal, QC H3B 3A7 Tel. (514) 954.1633  
Telefax: (514) 954.1635

**CHINA - CHINE**

China National Publications Import  
Export Corporation (CNPIEC)  
16 Gongji E. Road, Chaoyang District  
P.O. Box 88 or 50  
Beijing 100704 PR Tel. (01) 506.6688  
Telefax: (01) 506.3101

**CHINESE TAIPEI - TAIPEI CHINOIS**

Good Faith Worldwide Int'l. Co. Ltd.  
9th Floor, No. 118, Sec. 2  
Chung Hsiao E. Road  
Taipei Tel. (02) 391.7396/391.7397  
Telefax: (02) 394.9176

**CZECH REPUBLIC - RÉPUBLIQUE  
TCHÈQUE**

Artis Pegas Press Ltd.  
Narodni Trida 25  
POB 825  
111 21 Praha 1 Tel. 26.65.68  
Telefax: 26.20.81

**DENMARK - DANEMARK**

Munksgaard Book and Subscription Service  
35, Nørre Søgade, P.O. Box 2148  
DK-1016 København K Tel. (33) 12.85.70  
Telefax: (33) 12.93.87

**EGYPT - ÉGYPTÉ**

Middle East Observer  
41 Sherif Street  
Cairo Tel. 392.6919  
Telefax: 360.6804

**FINLAND - FINLANDE**

Akatemien Kirjakauppa  
Keskuskatu 1, P.O. Box 128  
00100 Helsinki  
Subscription Services/Agence d'abonnements :  
P.O. Box 23  
00371 Helsinki Tel. (358 0) 121.4416  
Telefax: (358 0) 121.4450

**FRANCE**

OECD/OCDE  
Mail Orders/Commandes par correspondance:  
2, rue André-Pascal  
75775 Paris Cedex 16 Tel. (33-1) 45.24.82.00  
Telefax: (33-1) 49.10.42.76  
Telex: 640048 OCDE  
Internet: Compt.PUBSINQ @ oecd.org  
Orders via Minitel, France only/  
Commandes par Minitel, France exclusivement :  
36 15 OCDE  
OECD Bookshop/Librairie de l'OCDE :  
33, rue Octave-Feuillet  
75016 Paris Tel. (33-1) 45.24.81.81  
(33-1) 45.24.81.67

Documentation Française  
29, quai Voltaire  
75007 Paris Tel. 40.15.70.00  
Gibert Jeune (Droit-Économie)  
6, place Saint-Michel  
75006 Paris Tel. 43.25.91.19  
Librairie du Commerce International  
10, avenue d'Iéna  
75016 Paris Tel. 40.73.34.60  
Librairie Dunod  
Université Paris-Dauphine  
Place du Maréchal de Lattre de Tassigny  
75016 Paris Tel. (1) 44.05.40.13

Librairie Lavoisier  
11, rue Lavoisier  
75008 Paris Tel. 42.65.39.95  
Librairie L.G.D.J. - Montchrestien  
20, rue Soufflot  
75005 Paris Tel. 46.33.89.85  
Librairie des Sciences Politiques  
30, rue Saint-Guillaume  
75007 Paris Tel. 45.48.36.02  
P.U.F.  
49, boulevard Saint-Michel  
75005 Paris Tel. 43.25.83.40  
Librairie de l'Université  
12a, rue Nazareth  
13100 Aix-en-Provence Tel. (16) 42.26.18.08

Documentation Française  
165, rue Garibaldi  
69003 Lyon Tel. (16) 78.63.32.23  
Librairie Decitre  
29, place Bellecour  
69002 Lyon Tel. (16) 72.40.54.54  
Librairie Sauramps  
Le Triangle  
34967 Montpellier Cedex 2 Tel. (16) 67.58.85.15  
Telefax: (16) 67.58.27.36

**GERMANY - ALLEMAGNE**

OECD Publications and Information Centre  
August-Bebel-Allee 6  
D-53175 Bonn Tel. (0228) 959.120  
Telefax: (0228) 959.12.17

**GREECE - GRÈCE**

Librairie Kauffmann  
Mavrokordiou 9  
106 78 Athens Tel. (01) 32.55.321  
Telefax: (01) 32.30.320

**HONG-KONG**

Swindon Book Co. Ltd.  
Astoria Bldg. 3F  
34 Ashley Road, Tsimshatsui  
Kowloon, Hong Kong Tel. 2376.2062  
Telefax: 2376.0685

**HUNGARY - HONGRIE**

Euro Info Service  
Margitsziget, Európa Ház  
1138 Budapest Tel. (1) 111.62.16  
Telefax: (1) 111.60.61

**ICELAND - ISLANDE**

Mál Mog Menning  
Laugavegi 18, Pósthólf 392  
121 Reykjavik Tel. (1) 552.4240  
Telefax: (1) 562.3523

**INDIA - INDE**

Oxford Book and Stationery Co.  
Scindia House  
New Delhi 110001 Tel. (11) 331.5896/5308  
Telefax: (11) 332.5993  
17 Park Street  
Calcutta 700016 Tel. 240832

**INDONESIA - INDONÉSIE**

Pdji-Lipi  
P.O. Box 4298  
Jakarta 12042 Tel. (21) 573.34.67  
Telefax: (21) 573.34.67

**IRELAND - IRLANDE**

Government Supplies Agency  
Publications Section  
4/5 Harcourt Road  
Dublin 2 Tel. 661.31.11  
Telefax: 475.27.60

**ISRAEL**

Prædicta  
5 Shatner Street  
P.O. Box 34030  
Jerusalem 91430 Tel. (2) 52.84.90/1/2  
Telefax: (2) 52.84.93  
R.O.Y. International  
P.O. Box 13056  
Tel Aviv 61130 Tel. (3) 546.1423  
Telefax: (3) 546.1442

Palestinian Authority/Middle East:  
INDEX Information Services  
P.O.B. 19502  
Jerusalem Tel. (2) 27.12.19  
Telefax: (2) 27.16.34

**ITALY - ITALIE**

Libreria Commissionaria Sansoni  
Via Duca di Calabria 1/1  
50125 Firenze Tel. (055) 64.54.15  
Telefax: (055) 64.12.57  
Via Bartolini 29  
20155 Milano Tel. (02) 36.50.83  
Editrice e Libreria Herder  
Piazza Montecitorio 120  
00186 Roma Tel. 679.46.28  
Telefax: 678.47.51

Libreria Hoeppli  
Via Hoeppli 5  
20121 Milano Tel. (02) 86.54.46  
Telefax: (02) 805.28.86

Libreria Scientifica  
Dot. Lucio de Biasio 'Aeiu'  
Via Coronelli, 6  
20146 Milano Tel. (02) 48.95.45.52  
Telefax: (02) 48.95.45.48

**JAPAN - JAPON**

OECD Publications and Information Centre  
Landic Akasaka Building  
2-3-4 Akasaka, Minato-ku  
Tokyo 107 Tel. (81-3) 3586.2016  
Telefax: (81-3) 3584.7929

**KOREA - CORÉE**

Kyobo Book Centre Co. Ltd.  
P.O. Box 1658, Kwang Hwa Moon  
Seoul Tel. 730.78.91  
Telefax: 735.00.30



**MALAYSIA – MALAISIE**

University of Malaya Bookshop  
University of Malaya  
P.O. Box 1127, Jalan Pantai Baru  
59700 Kuala Lumpur  
Malaysia  
Tel. 756.5000/756.5425  
Telefax: 756.3246

**MEXICO – MEXIQUE**

Revistas y Periódicos Internacionales S.A. de C.V.  
Floresca 57 - 1004  
Mexico, D.F. 06600  
Tel. 207.81.00  
Telefax: 208.39.79

**NETHERLANDS – PAYS-BAS**

SDU Uitgeverij Plantijnstraat  
Externe Fondsen  
Postbus 20014  
2500 EA 's-Gravenhage  
Voor bestellingen:  
Tel. (070) 37.89.880  
Telefax: (070) 34.75.778

**NEW ZEALAND  
NOUVELLE-ZÉLANDE**

GPLegislation Services  
P.O. Box 12418  
Thorndon, Wellington  
Tel. (04) 496.5655  
Telefax: (04) 496.5698

**NORWAY – NORVÈGE**

Narvesen Info Center – NIC  
Bertrand Narvesens vei 2  
P.O. Box 6125 Etterstad  
0602 Oslo 6  
Tel. (022) 57.33.00  
Telefax: (022) 68.19.01

**PAKISTAN**

Mirza Book Agency  
65 Shahrah Quaid-E-Azam  
Lahore 54000  
Tel. (42) 353.601  
Telefax: (42) 231.730

**PHILIPPINE – PHILIPPINES**

International Book Center  
5th Floor, Filipinas Life Bldg.  
Ayala Avenue  
Metro Manila  
Tel. 81.96.76  
Telex 23312 RHP PH

**PORTUGAL**

Livraria Portugal  
Rua do Carmo 70-74  
Apart. 2681  
1200 Lisboa  
Tel. (01) 347.49.82/5  
Telefax: (01) 347.02.64

**SINGAPORE – SINGAPOUR**

Gower Asia Pacific Pte Ltd.  
Golden Wheel Building  
41, Kallang Pudding Road, No. 04-03  
Singapore 1334  
Tel. 741.5166  
Telefax: 742.9356

**SPAIN – ESPAGNE**

Mundi-Prensa Libros S.A.  
Castelló 37, Apartado 1223  
Madrid 28001  
Tel. (91) 431.33.99  
Telefax: (91) 575.39.98

**Libreria Internacional AEDOS**

Consejo de Ciento 391  
08009 – Barcelona  
Tel. (93) 488.30.09  
Telefax: (93) 487.76.59

**Libreria de la Generalitat**

Palau Moja  
Rambla dels Estudis, 118  
08002 – Barcelona  
(Subscriptions) Tel. (93) 318.80.12  
(Publications) Tel. (93) 302.67.23  
Telefax: (93) 412.18.54

**SRI LANKA**

Centre for Policy Research  
c/o Colombo Agencies Ltd.  
No. 300-304, Galle Road  
Colombo 3  
Tel. (1) 574240, 573551-2  
Telefax: (1) 575394, 510711

**SWEDEN – SUÈDE**

Fritzes Customer Service  
S-106 47 Stockholm  
Tel. (08) 690.90.90  
Telefax: (08) 20.50.21

**Subscription Agency/Agence d'abonnements :**

Wennergren-Williams Info AB  
P.O. Box 1305  
171 25 Solna  
Tel. (08) 705.97.50  
Telefax: (08) 27.00.71

**SWITZERLAND – SUISSE**

Maditec S.A. (Books and Periodicals - Livres  
et périodiques)  
Chemin des Palettes 4  
Case postale 266  
1020 Renens VD 1  
Tel. (021) 635.08.65  
Telefax: (021) 635.07.80

**Librairie Payot S.A.**

4, place Pépinet  
CP 3212  
1002 Lausanne  
Tel. (021) 341.33.47  
Telefax: (021) 341.33.45

**Librairie Unilivres**

6, rue de Candolle  
1205 Genève  
Tel. (022) 320.26.23  
Telefax: (022) 329.73.18

**Subscription Agency/Agence d'abonnements :**

Dynapresse Marketing S.A.  
38 avenue Vibert  
1227 Carouge  
Tel. (022) 308.07.89  
Telefax: (022) 308.07.99

**See also – Voir aussi :**

OECD Publications and Information Centre  
August-Bebel-Allee 6  
D-53175 Bonn (Germany) Tel. (0228) 959.120  
Telefax: (0228) 959.12.17

**THAILAND – THAÏLANDE**

Suksit Siam Co. Ltd.  
113, 115 Fuang Nakhon Rd.  
Opp. Wat Rajabopith  
Bangkok 10200  
Tel. (662) 225.9531/2  
Telefax: (662) 222.5188

**TURKEY – TURQUIE**

Kültür Yayınları Is-Türk Ltd. Sti.  
Atatürk Bulvarı No. 191/Kat 13  
Kavaklıdere/Ankara Tel. 428.11.40 Ext. 2458  
Dolmabahçe Cad. No. 29  
Besiktas/Istanbul Tel. (312) 260 7188  
Tel. (312) 418 29 46

**UNITED KINGDOM – ROYAUME-UNI**

HMSO  
Gen. enquiries Tel. (171) 873 8496  
Postal orders only:  
P.O. Box 276, London SW8 SDT  
Personal Callers HMSO Bookshop  
49 High Holborn, London WC1V 6HB  
Tel. (171) 873 8416  
Branches at: Belfast, Birmingham, Bristol,  
Edinburgh, Manchester

**UNITED STATES – ÉTATS-UNIS**

OECD Publications and Information Center  
2001 L Street N.W., Suite 650  
Washington, D.C. 20036-4910 Tel. (202) 785.6323  
Telefax: (202) 785.0350

**VENEZUELA**

Libreria del Este  
Avda F. Miranda 52, Aptdo. 60337  
Edificio Gallpán  
Caracas 106 Tel. 951.1705/951.2307/951.1297  
Telegram: Libresse Caracas

Subscription to OECD periodicals may also be placed through main subscription agencies.

Les abonnements aux publications périodiques de l'OCDE peuvent être souscrits auprès des principales agences d'abonnement.

Orders and inquiries from countries where Distributors have not yet been appointed should be sent to: OECD Publications Service, 2 rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France.

Les commandes provenant de pays où l'OCDE n'a pas encore désigné de distributeur peuvent être adressées à : OCDE, Service des Publications, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France.

7-1995

IMPRIMÉ EN FRANCE

LES ÉDITIONS DE L'OCDE

2, rue André-Pascal

75775 PARIS CEDEX 16

n° 48026

(10 95 29 2) ISBN 92-64-24550-2

ISSN 0304-3363

---

# ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

## Études récentes :

ALLEMAGNE, AOÛT 1995  
AUSTRALIE, MAI 1995  
AUTRICHE, MAI 1995  
BELGIQUE-LUXEMBOURG, SEPTEMBRE 1995  
CANADA, NOVEMBRE 1994  
DANEMARK, AOÛT 1994  
ESPAGNE, JUIN 1994  
ÉTATS-UNIS, NOVEMBRE 1994  
FINLANDE, FÉVRIER 1995  
FRANCE, MARS 1994  
GRÈCE, MARS 1995  
IRLANDE, JUIN 1995  
ISLANDE, MAI 1995  
ITALIE, JANVIER 1995  
JAPON, NOVEMBRE 1994  
MEXIQUE, SEPTEMBRE 1992  
NORVÈGE, AOÛT 1995  
NOUVELLE-ZÉLANDE, OCTOBRE 1994  
PAYS-BAS, AOÛT 1994  
PORTUGAL, JUIN 1995  
ROYAUME-UNI, JUILLET 1995  
SUÈDE, AOÛT 1995  
SUISSE, AOÛT 1994  
TURQUIE, AVRIL 1995

## Études des pays « Partenaires pour la transition »

HONGRIE, SEPTEMBRE 1995  
LES RÉPUBLIQUES TCHÈQUE ET SLOVAQUE, FÉVRIER 1994  
POLOGNE, JANVIER 1995

## Pays non membre

CORÉE, MAI 1994

(10 95 29 2) UXX  
ISBN 92-64-24550-2  
ISSN 0304-3363

Abonnement 1995  
France : FF 1 200  
Autres pays : FF 1 300 \$US240 DM 398