

Les transactions financières des secteurs non financiers belges avec l'étranger

V. Baugnet
P. Stinglhamber
M.-D. Zachary

Introduction

La Belgique est une petite économie ouverte où, non seulement les exportations et les importations de biens et services sont importantes, mais où il en va de même des flux financiers avec l'étranger. Pourtant, les transactions financières des secteurs résidents avec le reste du monde ont été rarement abordées dans les analyses récentes. Au cours des dernières années cependant, et plus spécifiquement depuis l'introduction de l'euro, ces transactions ont modifié en profondeur la structure du patrimoine financier des secteurs institutionnels belges. Le présent article a pour objet d'examiner les actifs détenus et les engagements contractés à l'étranger par les secteurs non financiers belges et de décrire leur évolution au fil du temps. Il apporte dès lors des éléments d'information sur la façon dont ces secteurs ont participé à l'intégration financière internationale.

Dans un premier temps, la position extérieure nette de la Belgique, de même que son évolution au cours des dix dernières années, sont analysées: les effets de prix dans les développements observés sont ainsi isolés.

Dans la suite de l'article, les transactions des particuliers, des sociétés non financières et des administrations publiques belges avec le reste du monde sont détaillées. L'évolution de la part de marché du reste du monde dans les actifs et les engagements de ces secteurs est examinée, de même que les instruments et transactions sous-jacents à ces mouvements.

1. Position extérieure nette de la Belgique

1.1 Situation à la fin de 2007

Définie comme la différence entre les avoirs et les engagements des secteurs résidents vis-à-vis du reste du monde, la position extérieure nette de la Belgique est largement positive. À la fin de 2007, elle s'établissait à 147,1 milliards d'euros, grâce à la position extérieure nette des particuliers et des sociétés financières. À cette période, leurs soldes financiers respectifs vis-à-vis du reste du monde s'élevaient en effet à 146,8 et 243,9 milliards d'euros. En revanche, les sociétés non financières et les administrations publiques enregistraient à la fin de 2007 des engagements financiers nets, à hauteur de respectivement 91,3 et 152,3 milliards d'euros, vis-à-vis de l'étranger.

1.2 Évolution au cours des dix dernières années

Au cours des dix dernières années, la position extérieure nette de la Belgique s'est renforcée, passant de 84,1 milliards d'euros à la fin de 1997 à 147,1 milliards, ce qui représentait respectivement 38 et 44,4 p.c. du PIB.

À la fin de 1997, cette position était exclusivement attribuable au solde financier positif des particuliers vis-à-vis de l'étranger, qui atteignait 179,8 milliards d'euros. Les autres secteurs de l'économie présentaient pour leur part une position extérieure nette négative – de 28,5 milliards

TABEAU 1 POSITION EXTÉRIÈRE NETTE DE LA BELGIQUE: SITUATION À LA FIN DE 1997 ET À LA FIN DE 2007
(milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Actifs		Engagements		Solde		Solde en p.c. du PIB	
	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007
Particuliers	179,8	146,8	-	-	179,8	146,8	81,3	44,3
Sociétés non financières	101,5	444,7	130,0	536,0	-28,5	-91,3	-12,9	-27,5
Administrations publiques	1,2	3,1	61,4	155,4	-60,2	-152,3	-27,2	-45,9
Sociétés financières	304,0	1087,1	311,1	843,2	-7,1	243,9	-3,2	73,6
Total	586,5	1681,7	502,5	1534,6	84,1	147,1	38,0	44,4

Source : BNB.

pour les sociétés non financières, de 60,2 milliards pour les administrations publiques et de 7,1 milliards pour les sociétés financières.

L'évolution entre 1997 et 2007 est remarquable. Le principal changement a concerné les sociétés financières, qui, d'une position extérieure nette légèrement négative en 1997, sont passées, en l'espace de dix ans, à une

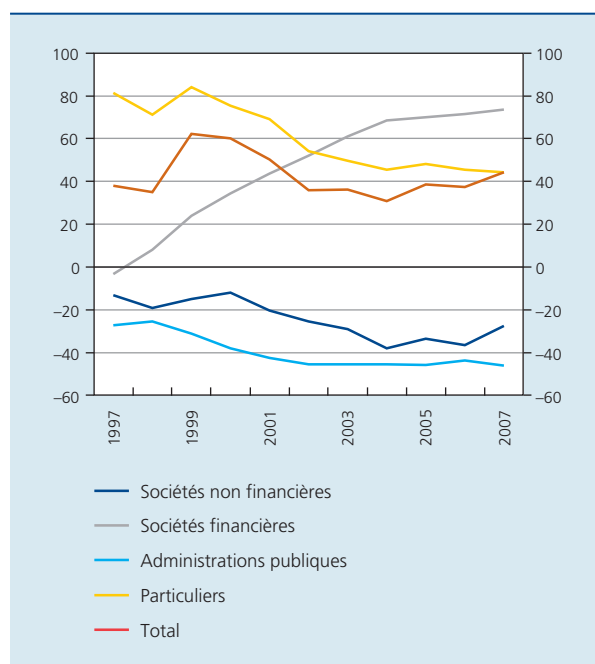
position extérieure nette largement positive. Par ailleurs, si l'on examine uniquement les établissements de crédit, il apparaît que ce changement s'est produit sur un nombre d'années plus réduit, globalement de 1999 à 2004.

Plusieurs éléments ont contribué à cette évolution. En premier lieu, l'internationalisation progressive et croissante du secteur des institutions financières y a pris une part active. En effet, au cours des dernières années, les établissements de crédit belges ont progressivement étendu leurs activités à l'étranger, en raison des possibilités limitées de croissance sur le marché domestique. Cette internationalisation s'était déjà traduite par la création dans les années 1990 de groupes binationaux avec les établissements de crédit de pays voisins, et a plus récemment conduit à des acquisitions en Europe centrale et de l'Est, ainsi qu'en Turquie. Par ailleurs, à la suite du passage à l'euro, le Trésor a accru la diversification des placements des titres publics de l'État. Les institutions financières belges ont elles aussi diversifié leur portefeuille-titres et ont remplacé des titres publics belges par des titres étrangers.

Tous ces changements expliquent que les établissements de crédit belges ont considérablement augmenté tant leurs actifs que leurs engagements financiers vis-à-vis du reste du monde. Alors que leurs actifs financiers bruts se chiffraient à 249,3 milliards d'euros à la fin de 1997, ils s'élevaient à 786,7 milliards à la fin de 2007. De même, leurs engagements financiers bruts sont passés de 284,5 milliards d'euros à la fin de 1997 à 677 milliards à la fin de 2007.

La hausse des engagements des banques à l'étranger a été moindre que celle de leurs actifs, notamment en raison d'une modification en profondeur des relations

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE LA POSITION EXTÉRIÈRE NETTE DES SECTEURS BELGES
(pourcentages du PIB)



Source : BNB.

particulières que la Belgique entretient avec le Luxembourg et les Pays-Bas du point de vue financier au cours des dernières années. Les placements importants des résidents belges au Luxembourg et aux Pays-Bas apportaient aux banques de ces pays un afflux de francs belges, avec lesquels elles accordaient des crédits interbancaires aux banques belges⁽¹⁾. Le passage à l'euro et, surtout, la mise en œuvre de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne (voir section 2.1.) ont mis un frein à cette pratique, ce qui a dès lors réduit l'endettement extérieur du secteur financier belge.

Force est également de constater que les placements ainsi que les engagements vis-à-vis du reste du monde ont pris de plus en plus d'ampleur au fil du temps pour l'ensemble des différents secteurs belges, à l'exception toutefois des particuliers. Alors qu'à la fin de 1997, leur position extérieure nette représentait 81,3 p.c. du PIB, elle n'atteignait plus que 44,3 p.c. du PIB à la fin de 2007. En revanche, les engagements financiers nets des sociétés non financières vis-à-vis du reste du monde s'élevaient à la fin de 1997 à 12,9 p.c. du PIB, contre 27,5 p.c. du PIB dix ans plus tard. Les administrations publiques se sont également davantage tournées vers l'étranger: leurs engagements financiers nets atteignaient, à la fin de 1997, 27,2 p.c. du PIB, contre 45,9 p.c. à la fin de 2007. Comme on l'a indiqué plus haut, c'est pour les sociétés financières que la situation a le plus changé: alors que leurs engagements financiers nets s'élevaient à 3,2 p.c. du PIB à la fin de 1997, les sociétés financières belges détenaient, à la fin de 2007, des actifs financiers nets sur le reste du monde pour l'équivalent de 73,6 p.c. du PIB.

(1) Les banques luxembourgeoises pouvaient aussi utiliser ces fonds pour souscrire directement des certificats du Trésor belge.

(2) Les autres instruments (titres à revenu fixe, crédits) sont enregistrés au prix d'acquisition. Toutefois, ceux-ci peuvent subir des variations de prix par l'intermédiaire des fluctuations de change.

1.3 Transactions financières et effets prix

Les comptes financiers recensent l'encours du patrimoine financier en fin de période et les flux d'actifs et d'engagements financiers (soit, au sens du SEC 95, les transactions financières) au cours d'une période. Cependant, la variation de l'encours des actifs et des engagements financiers d'une année à l'autre ne correspond pas au flux enregistré entre ces deux dates. En effet, l'encours des actions, tel qu'il est issu des comptes financiers, est calculé à la fin de chaque année aux prix du marché⁽²⁾ (c'est-à-dire sur la base des valeurs relevées à la fin de chaque période). Outre le volume observé des transactions, il intègre des réévaluations des prix des actifs et des engagements survenues pendant l'année. Celles-ci peuvent avoir pour origine la valorisation des actifs ou la prise en compte de fluctuations des cours de change. Les variations d'encours incluent également les autres changements de volume (par exemple, des reclassements sectoriels, des glissements entre instruments financiers ou des événements exceptionnels).

L'analyse de la position financière des différents secteurs de l'économie implique de pouvoir isoler les effets prix des transactions en volume dans l'observation des évolutions financières. Selon leur ampleur, les variations des prix financiers dans un sens ou dans l'autre auront un impact souvent non négligeable sur l'évolution de l'encours du portefeuille financier des secteurs institutionnels belges.

Pour estimer l'effet des réévaluations au cours des dix dernières années, il convient de reconstituer, sur la base de l'encours observé à la fin de 1997, un encours théorique ne tenant compte que des flux dans les montants placés chaque année (autrement dit les flux cumulés de 1998 à 2007, soit l'effet exclusivement dû aux transactions).

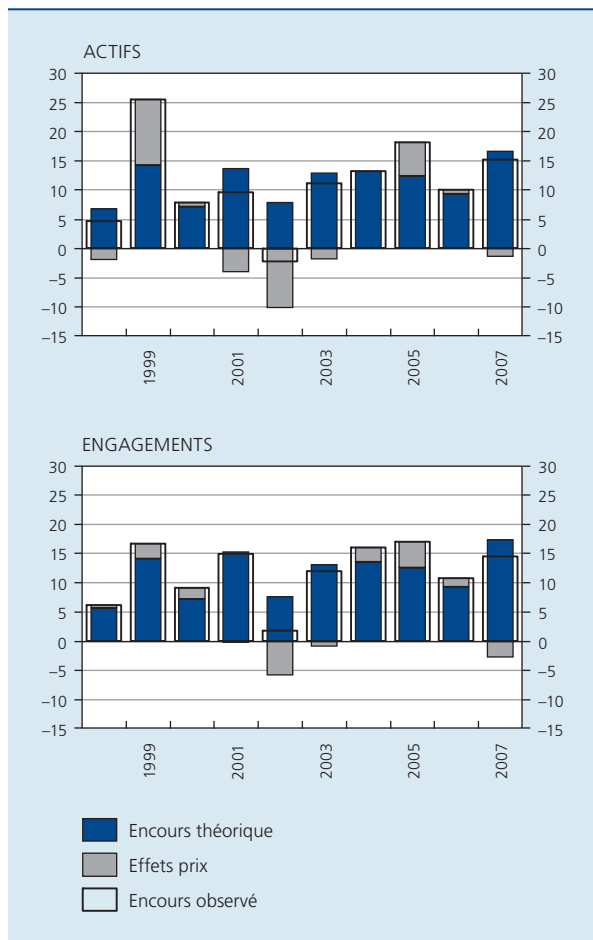
TABLEAU 2 DÉCOMPOSITION DES VARIATIONS D'ENCOURS ENTRE FIN 1997 ET FIN 2007
EN EFFETS PRIX ET EN TRANSACTIONS FINANCIÈRES
(milliards d'euros)

	Actifs		Engagements	
	Transactions financières	Effets prix	Transactions financières	Effets prix
Particuliers	-6,0	-27,0	-	-
Sociétés non financières	331,4	11,8	358,3	47,7
Administrations publiques	2,6	-0,7	83,3	10,7
Sociétés financières	793,1	-10,0	567,8	-35,7
Total	1.121,1	-25,9	1.009,4	22,8

Source: BNB.

GRAPHIQUE 2 IMPORTANCE DES EFFETS PRIX ET DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES DANS LES VARIATIONS D'ENCOURS DURANT LA DERNIÈRE DÉCENNIE

(pourcentages de variation annuelle)



Source : BNB.

En comparant les variations respectives des encours théorique et observé, on obtient une estimation de l'importance des fluctuations des prix financiers (soit l'effet prix) dans l'évolution de l'encours observé.

Si la variation de l'encours est inférieure (supérieure) aux flux cumulés, on en conclut que l'encours en fin de période a été tiré vers le bas (vers le haut) par un effet prix négatif (positif). En ce qui concerne les actifs, ces réévaluations se sont chiffrées à -25,9 milliards d'euros au cours des dix dernières années pour l'ensemble des secteurs de l'économie belge. Du côté des engagements, elles ont atteint 22,8 milliards d'euros.

(1) En 1998, un nouveau système de collecte de données a été mis en place pour les comptes financiers, ce qui a eu une incidence notamment sur la comptabilisation des changements de volume autres que les flux. L'entrée en vigueur de ce nouveau système entraîne une rupture de série dans les données.

Les secteurs confrontés à des effets prix négatifs significatifs sont ceux des particuliers, dans la constitution d'actifs, et des sociétés financières, dans la constitution d'actifs et d'engagements. Ceci reflète sans doute l'attrait des particuliers pour les actifs à rendement élevé, notamment ceux libellés en devises, mais dont le risque (par exemple de change) peut se révéler important en cas d'appréciation de l'euro, comme cela a été le cas au cours des dernières années. Les opérations des sociétés financières avec l'étranger auraient, quant à elles, été affectées par les différents épisodes de turbulences financières survenus à la fin de la période considérée (baisse du cours de leurs actions et du cours de change du dollar des États-Unis).

Le graphique 2 illustre l'importance des effets prix sur les variations d'encours durant la dernière décennie. En 1999⁽¹⁾, les effets prix ont été positifs, traduisant l'embellie boursière. Ces effets prix ont diminué en 2000 à la suite de l'éclatement de la bulle technologique et de l'effondrement des cours boursiers, tirant par conséquent l'encours observé vers le bas. Ils sont devenus négatifs entre 2001 et 2003. En 2002, au creux de la vague, le prix des actifs financiers a reculé de 10,2 p.c. entraînant une baisse de 2,3 p.c. de l'encours observé, malgré une variation positive des flux financiers. Au cours de cette même année, le prix des engagements financiers s'est également réduit de 5,8 p.c., ce qui tempérait d'autant la hausse des flux.

Entre 2004 et 2006, l'augmentation de l'encours observé des actifs financiers s'explique à la fois par le gonflement des flux et par le redressement des prix. Il en va de même de la croissance des engagements financiers au cours de cette période.

En 2007, alors que le volume des transactions augmentait assez fortement, les effets prix ont à nouveau été négatifs tant pour les actifs que pour les engagements, probablement en raison des différents épisodes de turbulences sur les marchés financiers.

2. Transactions financières vis-à-vis du reste du monde

2.1 Particuliers

2.1.1 Engagements financiers souscrits à l'étranger

Les comptes financiers ne recensent pas, faute d'informations, les engagements financiers à l'étranger des ménages belges. Ceux-ci seraient, selon toute vraisemblance, d'une ampleur négligeable, reflétant l'actuelle

segmentation du marché du crédit aux particuliers à l'échelle européenne. A contrario, les particuliers belges ont depuis longtemps pris l'habitude d'acquérir des actifs financiers auprès de contreparties étrangères. La section suivante est consacrée à l'analyse de ces instruments financiers détenus à l'étranger.

2.1.2 Actifs financiers détenus à l'étranger

Cette section s'intéresse à l'évolution récente des avoirs détenus à l'étranger par les ménages belges, à la lumière des nombreux événements susceptibles d'avoir influencé les comportements en matière d'épargne au cours des dix dernières années : introduction de l'euro, création d'Euro-next, déclaration libératoire unique, directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, etc.

2.1.2.1 Remarques méthodologiques

Selon la méthodologie des comptes financiers, le caractère étranger d'un actif est exclusivement déterminé par le pays de résidence du débiteur : ni la devise dans laquelle il est libellé, ni le lieu où il est détenu ne sont pris en considération. Ainsi, par exemple, un dépôt en dollar sur un compte détenu auprès d'une banque belge sera considéré comme un avoir intérieur, tandis que des obligations ou des actions américaines détenues sur un compte-titres ouvert auprès de cette même banque seront répertoriées comme des avoirs étrangers. Cette méthode pose un problème dans le cas des organismes de placement collectif (OPC) : les parts d'OPC de droit belge sont enregistrées comme des avoirs intérieurs, même si ces OPC ont un portefeuille de titres étrangers ; inversement, les parts d'OPC de droit étranger détenues par des résidents belges et dont le portefeuille est composé de titres belges sont classées parmi les actifs à l'étranger. Aussi, pour les besoins de l'analyse, cette règle sera-t-elle contournée : on considérera comme avoirs extérieurs les placements des ménages en parts d'OPC de droit belge ou étranger investis en titres étrangers et comme avoirs intérieurs les placements en parts d'OPC de droit belge ou étranger investis en titres belges⁽¹⁾.

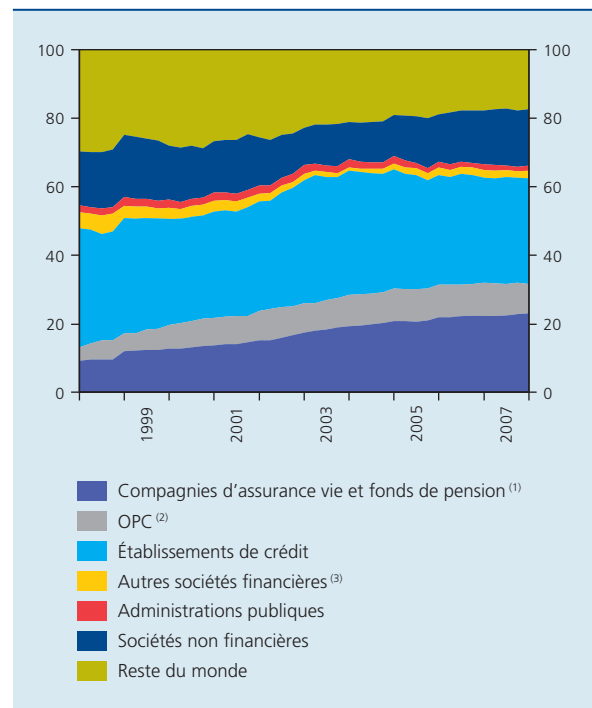
D'une manière générale, les chiffres relatifs aux avoirs des ménages sur l'étranger doivent être interprétés avec prudence. En effet, dans les comptes financiers belges, les actifs des particuliers sont le plus souvent estimés par solde, ce qui implique que toute erreur dans le recensement d'actifs financiers d'autres secteurs a inévitablement

une incidence sur les données des particuliers. En outre, les chiffres d'encours sont établis, pour l'essentiel, sur la base des flux cumulés de la balance des paiements, qui font ensuite l'objet d'une revalorisation fondée sur diverses hypothèses. Les arbitrages de portefeuille opérés entre actifs détenus à l'étranger (par exemple, l'acquisition d'actions étrangères financée au départ d'un dépôt à vue auprès d'une banque étrangère) échappent par conséquent à tout recensement, ce qui biaise sans doute dans une certaine mesure l'analyse de la répartition par instrument des créances détenues sur l'étranger.

2.1.2.2 Évolution globale de la détention d'actifs à l'étranger

Au terme de l'année 2007, les créances sur l'étranger représentaient 17 p.c. du portefeuille financier des ménages belges. Le reste du monde constitue ainsi le troisième canal de placement des investisseurs particuliers. Il est devancé par deux sous-secteurs domestiques : les établissements de crédit (31 p.c. des avoirs) et les compagnies d'assurance vie et les fonds de pension (23 p.c.). Les placements désintermédiés en actions et obligations

GRAPHIQUE 3 ACTIFS FINANCIERS DES PARTICULIERS :
VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE
(données à fin de trimestre, pourcentages de l'encours total)



Source : BNB.

(1) Y compris les fonds d'épargne-pension.

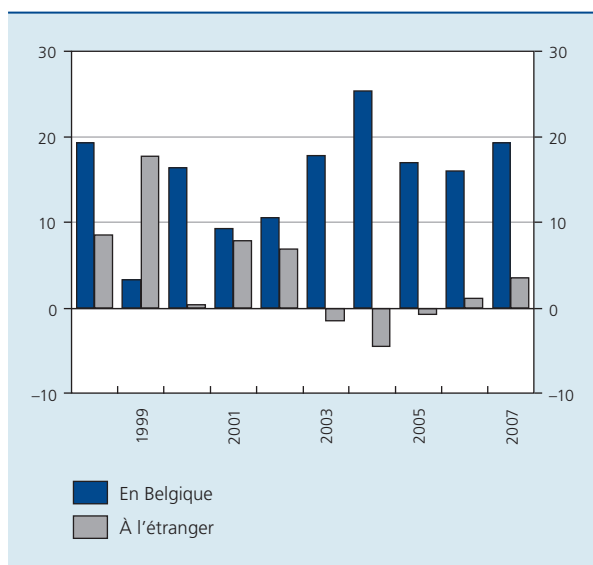
(2) À l'exception des fonds d'épargne-pension.

(3) Cette catégorie comprend la BNB, les auxiliaires financiers, les branches « non-vie » des compagnies d'assurances, ainsi que les intermédiaires financiers non repris sous d'autres rubriques.

(1) Cette correction n'intervient que dans l'analyse subséquente des transactions financières. Par souci de cohérence vis-à-vis des comptes financiers en général, et de la section 1 du présent article en particulier, les données d'encours ne sont pas corrigées.

GRAPHIQUE 4 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS

(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

de sociétés non financières se montaient à 16 p.c. au 31 décembre 2007, et les parts d'OPC de droit belge à 9 p.c. Enfin, les engagements des administrations publiques et des entités reprises dans la catégorie « autres sociétés financières » ne représentaient, à la fin de 2007, qu'une contrepartie directe mineure des actifs financiers des particuliers.

Quoique toujours importante, la part des actifs extérieurs a très nettement diminué au cours des dix dernières années: à la fin de 1997, les créances sur le reste du

monde représentaient encore 30 p.c. du portefeuille des ménages. En l'espace de dix ans, la proportion d'avoirs étrangers a donc reculé de plus de 10 points de pourcentage. Cette diminution est aussi perceptible en valeur absolue: comme indiqué dans la section 1.2, l'encours des actifs financiers des particuliers détenus à l'étranger est revenu de 179,8 milliards d'euros à la fin de 1997 à 146,8 milliards à la fin de 2007.

Au cours des dix dernières années, l'évolution des transactions financières des ménages belges avec l'étranger a été marquée par deux phases:

- Jusqu'en 1999, les Belges procédaient à des exportations de capitaux rivalisant avec le montant des actifs financiers constitués en Belgique.
- À partir de l'an 2000, les flux de placements à l'étranger ont été systématiquement – et souvent très nettement – inférieurs à la formation d'actifs domestiques.

2.1.2.3 Évolution par catégorie d'actifs

Cette évolution globale masque toutefois des variations diamétralement opposées selon la catégorie d'actifs envisagée. Ainsi, l'encours des actifs porteurs d'intérêts (dépôts, titres à revenu fixe et OPC monétaires et obligataires), qui représentaient quelque 70 p.c. du portefeuille des ménages à l'étranger en 1997, a vu depuis lors son poids diminuer de moitié. A contrario, les actions et parts d'OPC d'actions, qui ne représentaient il y a dix ans que 12 p.c. des avoirs étrangers, forment à présent la catégorie majoritaire dans le portefeuille étranger des ménages (42 p.c.). Enfin, les provisions techniques d'assurance, encore négligeables en 1997, s'élèvent désormais à 13 p.c. des avoirs financiers à l'étranger des ménages belges.

TABEAU 3 ACTIFS FINANCIERS ÉTRANGERS DES PARTICULIERS: VENTILATION PAR INSTRUMENT

(encours à fin de période)

	1997			2007		
	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB
Actifs porteurs d'intérêts	126,8	70,5	57,4	49,3	33,6	14,9
Actions et parts d'OPC d'actions	22,2	12,3	10,0	61,6	42,0	18,6
Provisions techniques d'assurance	2,7	1,5	1,2	19,1	13,0	5,8
Autres ⁽¹⁾	28,1	15,6	12,7	16,8	11,4	5,1
Total	179,8	100,0	81,3	146,8	100,0	44,3

Source : BNB.

(1) Cette rubrique comprend principalement les erreurs et omissions, ainsi que les parts d'OPC non reprises dans les autres catégories du tableau et le numéraire.

Pour identifier les déterminants de ces évolutions, les paragraphes suivants s'attachent à décomposer, année par année, les flux des transactions financières des ménages belges avec le reste du monde selon le type d'instrument financier utilisé. L'analyse compare ainsi successivement la constitution en Belgique et à l'étranger d'actifs porteurs d'intérêts, d'actions et parts d'OPC d'actions et de provisions techniques d'assurance.

a) Les actifs porteurs d'intérêts

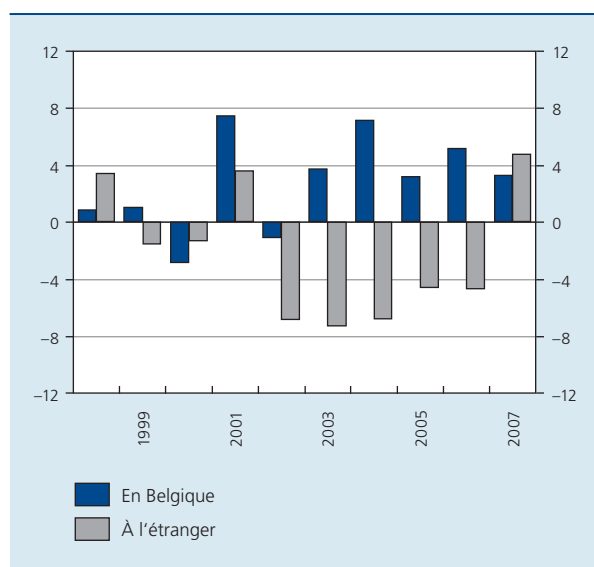
Si l'on examine l'évolution des placements porteurs d'intérêts des particuliers belges, on constate que la constitution d'avoirs étrangers a sensiblement ralenti à partir de 1998 et que sa prépondérance sur la formation d'actifs intérieurs porteurs d'intérêts s'est rapidement estompée. En 2001, les ménages belges ont pour la première fois très nettement surpondéré les placements domestiques dans leur portefeuille d'actifs porteurs d'intérêts. De 2002 à 2006, les particuliers ont procédé chaque année à des rapatriements de ce type de capitaux, troquant leurs actifs porteurs d'intérêts détenus à l'étranger contre des actifs belges de même nature, comme en témoigne la symétrie graphique des flux de fonds. Cette évolution en sens opposé des placements étrangers et intérieurs porteurs d'intérêts traduirait une anticipation de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, qui aurait de la sorte influencé le comportement d'épargne des particuliers

belges avant même son entrée en vigueur effective le 1^{er} juillet 2005. En 2007, les flux de placements à l'étranger en actifs porteurs d'intérêts ont retrouvé un niveau positif.

Dans cette comparaison, les actifs porteurs d'intérêts comprennent les dépôts, les titres à revenu fixe et les parts d'OPC monétaires ou investissant essentiellement en obligations. Ces catégories d'instruments n'ont pas été agrégées par hasard : elles constituent en effet une approximation des actifs porteurs d'intérêts régis par la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne⁽¹⁾. Étant donné que l'accord politique sur les points principaux de la directive était déjà arrêté en 2000, beaucoup de particuliers ont pu ajuster leur portefeuille d'actifs financiers de façon anticipée, en dépit de l'incertitude quant à la date d'entrée en vigueur de la directive. La déclaration libératoire unique (DLU) peut également avoir incité certains ménages à procéder à un réaménagement de leurs avoirs avant l'introduction effective de la directive.

Cependant, l'influence de l'éventuelle anticipation de l'entrée en vigueur de la directive sur la fiscalité de l'épargne sur le comportement d'investissement des particuliers belges est difficile à isoler, car d'autres facteurs ont pu également jouer. Outre l'appréciation des opportunités sur les marchés financiers, le choix des particuliers est aussi déterminé par des facteurs techniques ou fiscaux : le développement de produits domestiques défiscalisés, le fait de privilégier ou non les titres dématérialisés, l'efficacité de la lutte contre la fraude ou l'évasion fiscale, l'application de régimes plus ou moins stricts en matière de droits de succession, etc. Force est de constater que, depuis quelques années, un certain nombre d'évolutions au niveau de ces facteurs ont été de nature à rendre moins attractive, pour les particuliers, la détention d'actifs financiers à l'étranger.

GRAPHIQUE 5 FORMATION D'ACTIFS PORTEURS D'INTÉRÊTS⁽¹⁾
PAR LES PARTICULIERS
(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

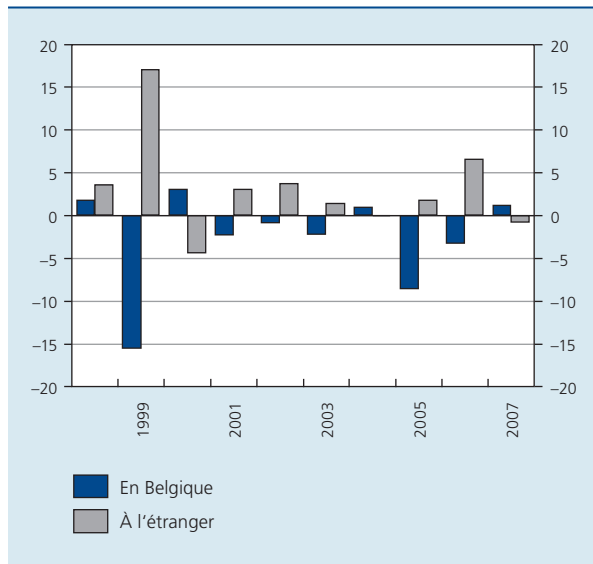
(1) Il s'agit des dépôts, des titres à revenu fixe et des parts d'OPC monétaires et obligataires.

b) Les actions et parts d'OPC d'actions

La comparaison des acquisitions nettes d'actions et parts d'OPC d'actions belges et étrangères par les ménages belges fournit d'autres renseignements intéressants. Ainsi, la préférence très nette affichée en 1999 pour les placements à l'étranger est à mettre sur le compte d'achats massifs d'actions et parts d'OPC d'actions émises par des entreprises étrangères. Ces investissements auraient notamment été financés par la revente d'actions et parts d'OPC d'actions belges. Ce n'est pas un hasard si cet engouement a coïncidé avec l'introduction de l'euro.

(1) En réalité, tous les titres à revenu fixe ont été pris en considération, y compris les obligations émises avant le 1^{er} mars 2001 qui n'entrent pas dans le champ d'application de la directive. Les placements en fonds mixtes qui investissent pour plus de 40 p.c. en obligations ne sont en revanche pas couverts par la définition retenue dans cette partie de l'analyse relative aux actifs porteurs d'intérêts.

GRAPHIQUE 6 ACQUISITION NETTE D' ACTIONS ET PARTS D' OPC D' ACTIONS PAR LES PARTICULIERS
(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

Dorénavant, l'univers d'investissement des ménages s'ouvrirait, pour un risque de change et des commissions de change réduits à néant, à un éventail de valeurs beaucoup plus variées et liquides que celles cotées sur la seule bourse de Bruxelles. Les investisseurs se seraient dès lors détournés des valeurs belges pour s'orienter davantage vers les principales actions de la zone euro.

Il faut dire que la fin des années 1990 a été marquée par l'euphorie affichée vis-à-vis des entreprises technologiques et de télécommunications, deux secteurs à l'époque très peu représentés sur la place de Bruxelles, caractérisée par une surpondération des sociétés financières. Par la suite, l'explosion de cette bulle spéculative aurait dû logiquement freiner l'intérêt des investisseurs pour les actions et parts d'OPC d'actions étrangères. Cela semble avoir été le cas au cours de l'année 2000, où les particuliers ont renoué, quoique timidement, avec l'acquisition nette d'actions et parts d'OPC d'actions belges. Cependant, le 22 septembre 2000, un pas supplémentaire vers l'intégration des marchés financiers était franchi avec la création d'Euronext, qui facilitait un peu plus encore l'accès aux bourses française et néerlandaise. Aussi, depuis 2001, les ménages ont-ils presque chaque année privilégié les valeurs étrangères au détriment des valeurs belges.

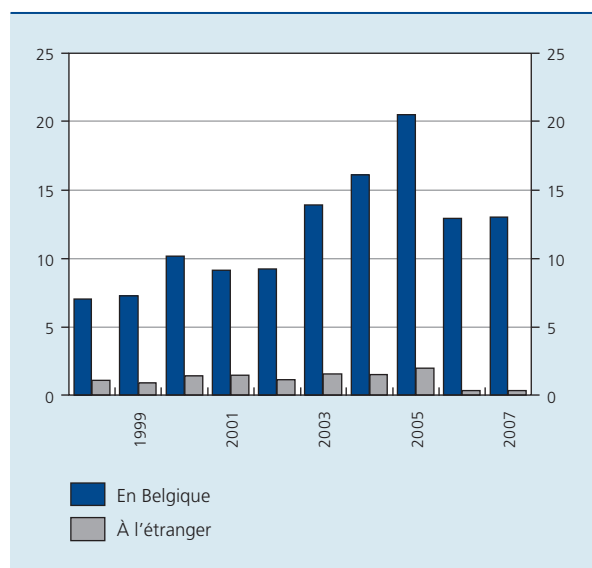
La décennie écoulée a par ailleurs été marquée par plusieurs opérations de rachat de sociétés cotées belges par de grandes entreprises étrangères. Ces mouvements

se sont traduits par des glissements entre contreparties domestiques et étrangères dans le portefeuille d'actions des particuliers belges. En 2005, par exemple, l'offre publique d'achat lancée par Suez sur Electrabel a donné lieu à la cession d'actions belges en échange d'actions étrangères. Des ajustements de ce type, également observés entre les actions Petrofina et Total en 1999, ont indéniablement contribué à renforcer la place des valeurs étrangères dans le portefeuille des ménages belges. Ils reflètent toutefois une réelle volonté de diversification internationale du portefeuille dans le chef des particuliers, dans la mesure où ceux-ci n'ont pas massivement revendu leurs positions devenues étrangères pour les réinvestir dans des actions belges.

c) Les provisions techniques d'assurance

Les comptes financiers ne donnent qu'une image partielle de la souscription à l'étranger de provisions techniques d'assurance. En effet, faute d'informations, seuls les montants souscrits auprès de compagnies établies au Luxembourg sont actuellement recensés, au moyen des données du Commissariat luxembourgeois aux assurances. Il semblerait, quoi qu'il en soit, que la constitution de provisions techniques d'assurance à l'étranger demeure très limitée par rapport aux primes versées à des compagnies établies en Belgique et contrôlées par la CBFA, qui bénéficient souvent d'un cadre fiscal favorable.

GRAPHIQUE 7 CONSTITUTION DE PROVISIONS TECHNIQUES D' ASSURANCE
(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

Il est intéressant de remarquer la tendance à la hausse des provisions constituées tant en Belgique qu'au Luxembourg au cours des dix dernières années. Les placements en assurances semblent donc avoir échappé aux arbitrages de type « Belgique versus reste du monde » qui ont caractérisé, en sens contraire, tant les actifs porteurs d'intérêts que les actions et parts d'OPC d'actions. Ainsi, le net repli qui a mis fin, en 2006, à cette tendance haussière a touché les placements en produits d'assurance belges mais aussi étrangers. Ce reflux est lié à l'introduction, le 1^{er} janvier 2006, d'une taxe de 1,1 p.c. sur les primes alimentant les polices individuelles d'assurance vie. Il apparaît, certes, qu'une partie des ménages avait anticipé cette mesure, en effectuant à la fin de l'année précédente des versements initialement prévus en 2006. Quoiqu'il en soit, il semble acquis que bon nombre d'épargnants ont préféré placer leurs économies dans des produits financiers alternatifs.

2.2 Sociétés non financières

2.2.1 Vue d'ensemble

L'encours des engagements des entreprises belges à l'étranger a fortement augmenté au cours de la dernière décennie, passant de 130 milliards d'euros à la fin de 1997 à 536 milliards à la fin de 2007. À ce moment, environ trois quarts de ces engagements prenaient la forme d'actions.

En valeur absolue, les avoirs extérieurs bruts des entreprises belges s'établissaient à 444,7 milliards d'euros à la fin de 2007 contre 101,5 milliards à la fin de 1997.

Au 31 décembre 2007, quelque 46 p.c. de ces actifs étaient constitués d'actions et 38 p.c. de créances interentreprises.

La part du secteur non résident dans le total des engagements des sociétés non financières est ainsi passée de 24 à plus de 37 p.c. au cours des dix dernières années. Cette hausse a eu comme corollaire un rétrécissement de la part des secteurs résidents, notamment celle du secteur financier (composé des établissements de crédit et des autres intermédiaires financiers), qui est revenue de 25 à 10 p.c. du total, et celle des ménages, qui a reculé de 17 à 10 p.c. du total. Ceci traduit, d'une part, la faible croissance de 2001 à 2005 – voire la contraction de 2002 à 2004 – des crédits octroyés par les banques belges aux entreprises résidentes et, d'autre part, la succession d'effets prix négatifs encourus par les ménages belges sur leur détention d'actions émises par des entreprises belges, plus particulièrement de 2000 à 2003.

À l'actif du bilan des entreprises belges, la part de l'étranger s'est également étoffée par rapport aux autres secteurs de contrepartie, passant de 28 à 39 p.c. du total entre 1997 et 2007. Ici aussi, c'est le secteur financier résident qui a vu sa part relative enregistrer la baisse la plus significative, de 27 à 12 p.c. du total.

Enfin, il convient de souligner que les liens financiers entre entreprises belges – qui sont pour l'essentiel noués entre entreprises apparentées faisant partie d'un même groupe et qui sont intégralement recensés dans les comptes financiers non consolidés établis par la Banque – se sont pour leur part intensifiés au cours des dix dernières années. Ainsi, au 31 décembre 2007, on estimait que

TABLEAU 4 ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ENTREPRISES BELGES À L'ÉTRANGER: VENTILATION PAR INSTRUMENT
(encours à fin de période)

	1997			2007		
	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB
Actions	74,0	57,0	33,5	404,9	75,5	122,2
Crédits non bancaires	32,5	25,0	14,7	56,2	10,5	16,9
Crédits bancaires	10,8	8,3	4,9	50,9	9,5	15,4
Titres à revenu fixe	3,6	2,8	1,6	24,0	4,5	7,2
Autres ⁽¹⁾	9,0	7,0	4,1	0,0	0,0	0,0
Total	130,0	100,0	58,8	536,0	100,0	161,7

Source: BNB.

(1) Cette rubrique comprend les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique vis-à-vis du reste du monde.

TABEAU 5 ACTIFS FINANCIERS DES ENTREPRISES BELGES À L'ÉTRANGER: VENTILATION PAR INSTRUMENT
(encours à fin de période)

	1997			2007		
	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB
Actions	46,5	45,8	21,0	205,7	46,3	62,1
Crédits non bancaires	23,5	23,1	10,6	169,9	38,2	51,2
Crédits bancaires	6,2	6,1	2,8	36,1	8,1	10,9
Titres à revenu fixe	1,2	1,2	0,5	7,6	1,7	2,3
Autres ⁽¹⁾	24,2	23,8	10,9	25,4	5,7	7,7
Total	101,5	100,0	45,9	444,7	100,0	134,2

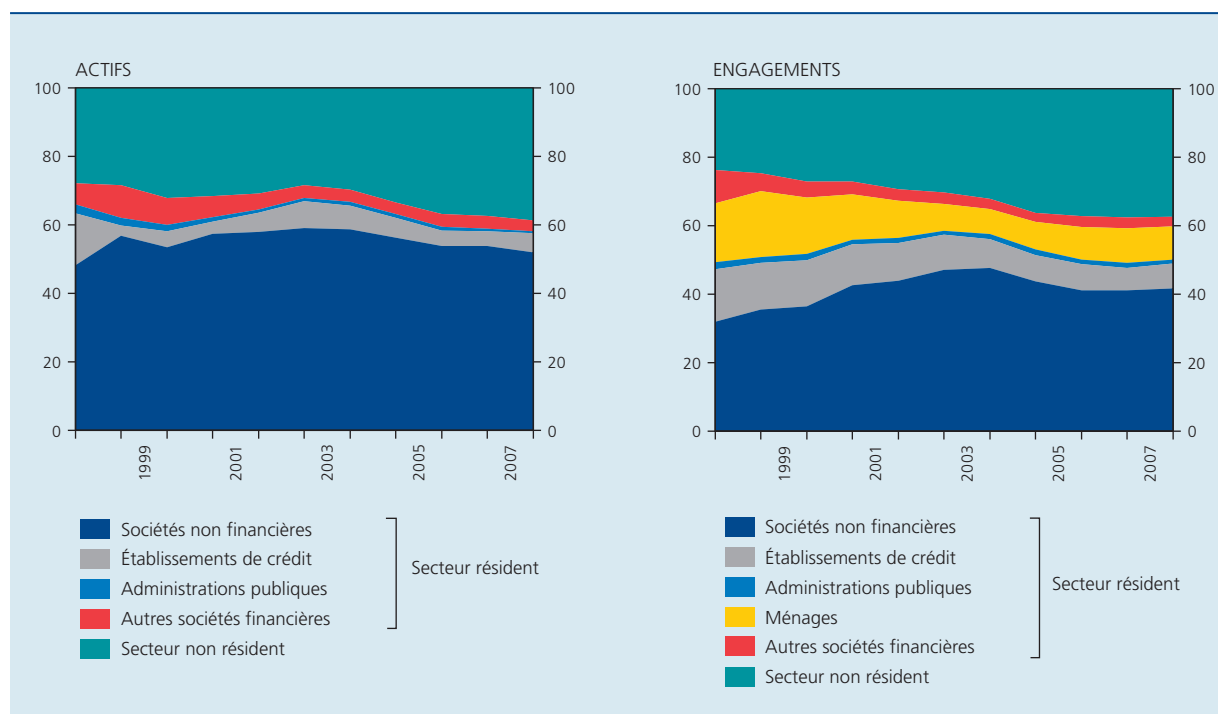
Source: BNB.

(1) Cette rubrique comprend les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique vis-à-vis du reste du monde.

42 p.c. des engagements des entreprises belges avaient comme contrepartie une autre entreprise non financière résidente (contre 32 p.c. à la fin de 1997), tandis que cette proportion était de 52 p.c. au niveau de leurs actifs financiers (contre 48 p.c. à la fin de 1997).

La position extérieure nette des entreprises belges s'est ainsi creusée de manière régulière entre 2001 et 2004, avant de se stabiliser. Au 31 décembre 2007, elle s'élevait à 91 milliards d'euros, soit 28 p.c. du PIB, contre 28 milliards, soit 13 p.c. du PIB, dix ans auparavant.

GRAPHIQUE 8 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES: VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE
(encours à fin de période, pourcentages du total)



Source: BNB.

2.2.2 Investissements directs et prêts interentreprises : le rôle des centres de coordination

Comme expliqué à la section 1.3, l'évolution de la position extérieure nette exprimée en encours résulte de l'accumulation des flux financiers nets et d'éventuels effets prix. Au cours de la dernière décennie, à l'exception des années 1998, 2000 et 2005, la valeur des nouveaux engagements a été systématiquement supérieure à celle des nouveaux actifs constitués sur l'étranger ; autrement dit, des entrées nettes de capitaux ont généralement été enregistrées, qui sont à la source de l'augmentation régulière de l'endettement extérieur net des entreprises belges.

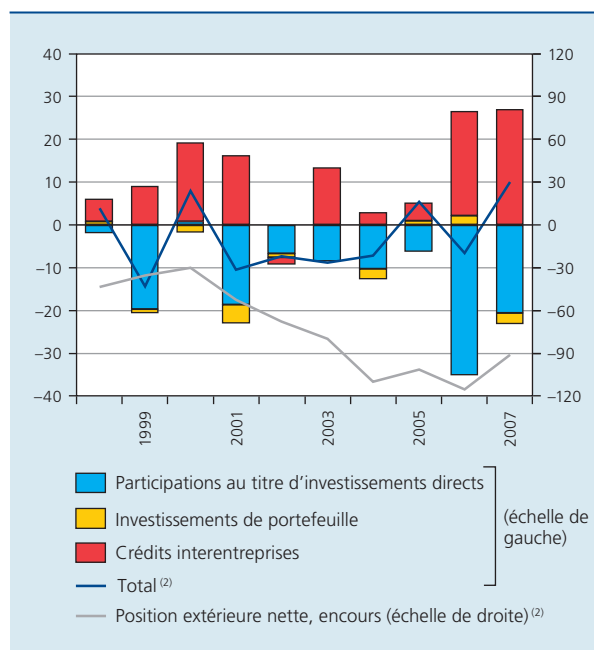
L'examen de la ventilation par instrument des flux financiers vis-à-vis de l'étranger indique la prédominance, au niveau des engagements extérieurs nets, des prises de participation au titre d'investissements directs étrangers (IDE) alors que les crédits interentreprises jouent un rôle important au niveau des avoirs extérieurs nets. Cette situation trouve en partie son origine dans la présence sur notre territoire des centres de coordination, dont le statut

fiscal particulièrement attractif est toutefois en cours de démantèlement.

Pour rappel, en vertu d'un régime fiscal privilégié, les centres de coordination établis en Belgique assumaient généralement la fonction de « banquier interne » au sein d'un groupe multinational. Les entreprises prenaient des participations dans leur centre de coordination, et en recevaient des dividendes exonérés d'impôt. Quand elles avaient besoin d'argent frais, elles empruntaient auprès du centre, contre des intérêts déductibles au titre de charges. Sur la base d'estimations internes réalisées par la Banque, il s'avère que les flux financiers transitant par les centres de coordination ont représenté environ 33 p.c. des investissements directs de l'étranger en Belgique et 36 p.c. des investissements directs de la Belgique à l'étranger sur la période 1995-2005.

En marge des fonds transitant par les centres de coordination, il convient de rappeler que les échanges de participations entre entreprises belges et étrangères, reflet des mouvements de fusions-acquisitions, ont été intenses au cours de la dernière décennie. Ayant souvent débouché sur l'absorption de grandes sociétés belges par des multinationales européennes (souvent françaises), ces opérations se sont traduites par des flux entrants d'IDE et ont contribué à la détérioration de la position extérieure nette des sociétés belges cibles, dont l'actionnariat est passé entre des mains étrangères. Il n'est pas à exclure qu'une fois la fusion-acquisition effectuée, la société étrangère qui contrôle désormais la société belge continue à injecter du capital dans la société et ses éventuelles filiales, ce qui provoque des flux entrants d'IDE supplémentaires et contribue à la détérioration de la position extérieure nette des entreprises.

GRAPHIQUE 9 PRINCIPALES OPÉRATIONS NON BANCAIRES INFLUENÇANT LA POSITION EXTÉRIEURE NETTE DES ENTREPRISES
(flux nets ⁽¹⁾, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Une valeur positive correspond à la constitution d'un avoir extérieur net suite à une sortie de capitaux. Une valeur négative correspond à un engagement extérieur net et donne lieu à une entrée de capitaux.

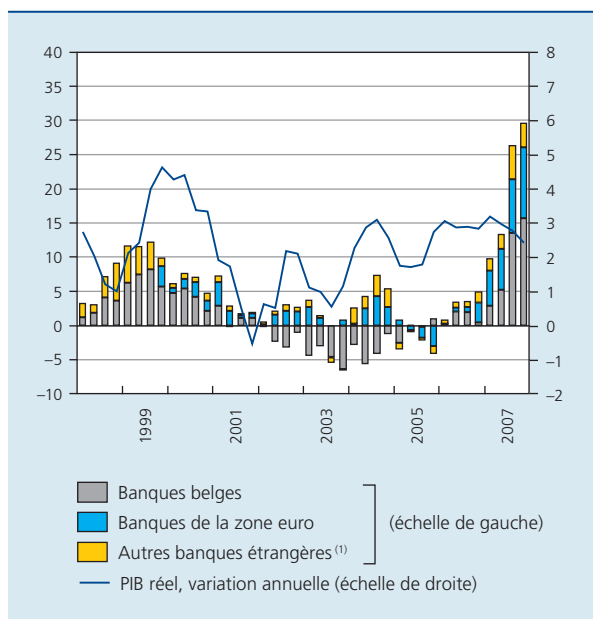
(2) Les lignes Total et Position extérieure nette prennent en considération l'ensemble des opérations avec l'étranger, et pas seulement celles détaillées ici. En l'occurrence, elles comprennent aussi les opérations entre les entreprises belges et les banques étrangères (crédits et dépôts) ainsi que les émissions de titres à revenu fixe par des entreprises belges qui sont souscrites par l'étranger.

2.2.3 Le rôle croissant des opérations bancaires avec le reste du monde

La position extérieure nette des entreprises dépend également des crédits qui leur sont octroyés par des banques étrangères ainsi que de la formation d'éventuels dépôts auprès de ces mêmes banques. Les entreprises belges ont fait de plus en plus appel aux banques étrangères pour couvrir leur besoin de financement au cours de la dernière décennie. Ainsi, de 1998 à 2007, ces dernières ont octroyé l'équivalent de 51 milliards d'euros de nouveaux crédits bancaires aux entreprises belges, alors que les banques belges n'en ont octroyés que 36 milliards. De 2002 à 2004, l'apport de fonds par les banques étrangères (9,6 milliards d'euros) aux entreprises belges a quasiment compensé la baisse de 10 milliards des crédits accordés par les banques belges. Par conséquent, la part des prêteurs étrangers dans l'encours global de créances

GRAPHIQUE 10 CRÉDIT BANCAIRE AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES PRÊTEURS ET ÉVOLUTION CONJONCTURELLE

(contribution au taux de croissance annuel du crédit bancaire, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Jusqu'au troisième trimestre de 1999, les crédits octroyés par les « autres banques étrangères » comprennent les crédits octroyés par les banques de la zone euro.

bancaires aux entreprises belges est passée de 12 p.c. à la fin de 1997 à 35 p.c. à la fin de 2007.

L'internationalisation grandissante des entreprises, les fusions et acquisitions, l'élimination des entraves à la libre circulation des services et l'introduction de l'euro sont d'importants facteurs ayant contribué à cette évolution. Les banques implantées dans le reste de la zone euro ont en effet été les principales pourvoyeuses de crédits aux entreprises belges, étant à l'origine d'environ deux tiers des crédits bancaires souscrits à l'étranger. Il faut en outre rappeler que l'internationalisation des services bancaires est probablement plus poussée encore que les chiffres ne le reflètent puisque les prêts octroyés par des filiales de banques étrangères établies sur le territoire belge à des entreprises résidentes sont considérées comme des opérations entre résidents. La section 1.2 montre par ailleurs que les banques belges ont de leur côté aussi manifesté une volonté de diversification et d'extension des opérations en dehors du marché national au cours de la dernière décennie.

2.3 Administrations publiques

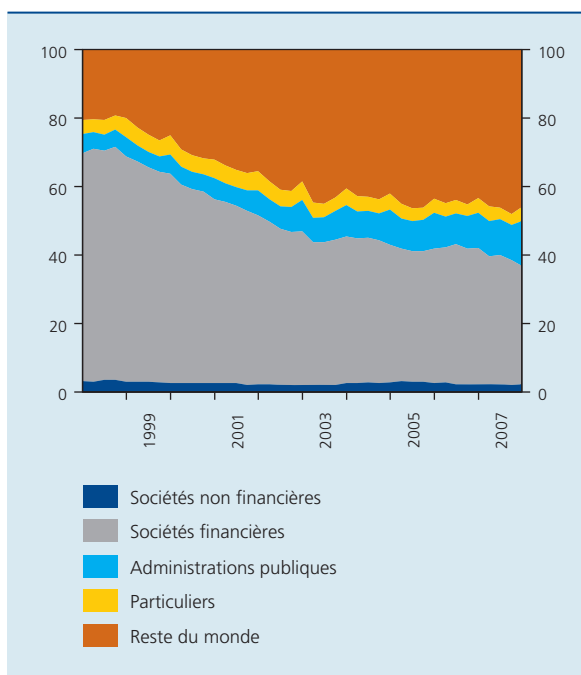
Les engagements financiers bruts des administrations publiques se chiffraient, à la fin de 2007, à 337 milliards d'euros (soit 101,7 p.c. du PIB). Les deux principaux détenteurs de la dette publique belge sont les institutions financières résidentes, à concurrence de 116,3 milliards, et le reste du monde, pour un total de 155,4 milliards. Leur part relative a cependant fortement évolué au cours des dix dernières années. Estimés à 61,4 milliards à la fin de 1997, les actifs financiers du reste du monde sur les administrations publiques belges (pour leur grande majorité, plus de 95 p.c., des titres émis par l'État belge) se sont progressivement accrus depuis 1999. Cette évolution s'est produite au détriment des établissements de crédit belges.

À la fin de 2007, 46 p.c. de la dette publique belge étaient détenus par le reste du monde, 35 p.c. par les sociétés financières résidentes, 13 p.c. par les administrations publiques, 4 p.c. par les particuliers et 2 p.c. par les sociétés non financières résidentes.

À titre de comparaison, les actifs financiers que les administrations publiques belges détiennent sur l'étranger sont d'une ampleur très modeste. En effet, en fin

GRAPHIQUE 11 ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES : VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE

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



Source : BNB.

d'année, les pouvoirs publics sont incités⁽¹⁾ à placer leurs avoirs à long terme en titres publics belges et ceux à court terme sur un compte courant ouvert au nom du Trésor auprès de la BNB, de façon à ce que la dette brute consolidée de la Belgique soit la plus faible possible et facilite le respect des objectifs de Maastricht en termes de dette publique.

Les actifs des administrations publiques belges sur l'étranger représentaient 3,1 milliards d'euros à la fin de 2007. Ils étaient pour l'essentiel constitués de prêts d'État à l'État, de placements des administrations locales en part d'OPC et de créances sur l'Union européenne.

Concernant les engagements financiers des administrations publiques belges, l'administration fédérale est responsable de 99,1 p.c. de la dette publique détenue à l'étranger, soit 154 milliards d'euros. La dette des communautés et régions vis-à-vis de l'étranger est très faible : elle ne représentait que 1,4 milliard à la fin de 2007. Les administrations locales et les organismes de sécurité sociale n'avaient aucun engagement financier vis-à-vis du reste du monde à cette même période.

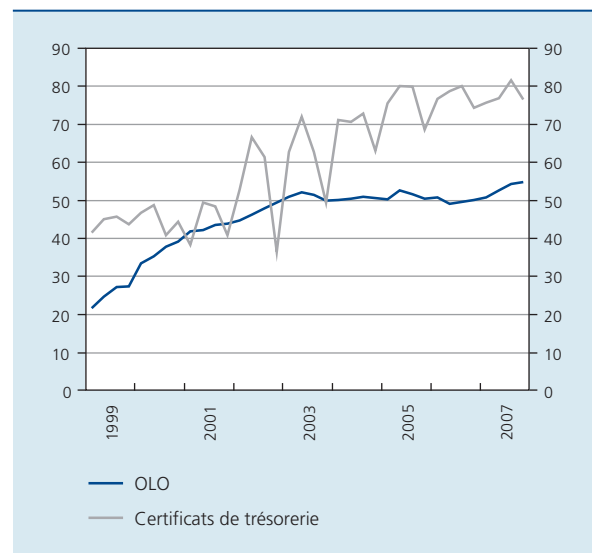
Il convient de rappeler que la dette des administrations publiques est essentiellement constituée de titres, obligations linéaires (OLO) et certificats de trésorerie. Quelques crédits sont également comptabilisés.

La part des titres de la dette publique belge détenue à l'étranger est devenue de plus en plus importante au cours des dernières années. Alors que la proportion des OLO détenues à l'étranger était d'environ 20 p.c. au début de 1999, elle atteignait près de 55 p.c. à la fin de 2007. La part des certificats de trésorerie détenue par le reste du monde a également suivi une tendance haussière, passant de 42 p.c. au début de 1999 à près de 77 p.c. à la fin de 2007. Cette situation reflète la forte demande de l'étranger induite par la rareté relative de titres publics en euro à court terme obtenant un bon *rating* auprès des agences de notation.

Cette évolution appelle plusieurs commentaires. Tout d'abord, le Trésor a mis en place, depuis plusieurs années, une stratégie visant à gérer plus efficacement la dette de l'État. Cette stratégie passe notamment par une volonté de diversification des titres de la dette, afin d'assurer la liquidité des valeurs émises à l'intention des investisseurs professionnels (OLO et certificats de trésorerie). Afin d'assurer cette liquidité, le Trésor a conclu des contrats avec des *primary dealers* et des *recognized dealers*, qui

GRAPHIQUE 12 PART DÉTENUE À L'ÉTRANGER DES OLO ET DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE ÉMIS PAR L'ÉTAT BELGE

(données à fin de trimestre, pourcentages du total)



Source : BNB.

sont chargés de promouvoir les titres de la dette publique belge et d'animer les marchés primaire et secondaire (pour plus de détails, voir le Rapport 2007 de la BNB, encadré 16). Une meilleure liquidité des titres exerce en effet une incidence positive sur la fixation du prix des instruments financiers et, par conséquent, sur le coût de la dette.

Enfin, on retiendra que l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres de la dette publique belge s'est maintenu au cours des dernières années, notamment en raison de la poursuite d'une politique relativement saine des finances publiques, ce qui a conduit les agences de notation à relever la notation des titres de la dette publique belge.

Conclusion

Le caractère ouvert de l'économie belge se manifeste également dans les relations financières que le pays a nouées avec l'étranger. À la fin de 2007, les avoirs extérieurs nets de la Belgique atteignaient 44,4 p.c. du PIB.

Au cours des dix dernières années, les actifs financiers nets de la Belgique ont considérablement augmenté, dans le contexte du passage à la monnaie unique et du processus d'intégration financière et de mondialisation en cours. La mesure dans laquelle les différents secteurs non

(1) Arrêté royal du 15 juillet 1997 visant à adapter le cadre légal relatif aux placements des administrations publiques (M.B. du 25 juillet 1997).

financiers se sont adaptés à ces évolutions varie sensiblement d'un secteur à l'autre.

Les administrations publiques constituent le secteur dont la part de la dette détenue par le reste du monde a le plus augmenté: cette dernière est en effet passée de près de 20 p.c. à la fin de 1997 à quelque 46 p.c. à la fin de 2007. Au moment de l'introduction de l'euro sur les marchés financiers, il était impératif que le Trésor élargît sa base d'investissement: il y est parvenu notamment grâce à une diversification adéquate du corps des *primary dealers* et des *recognized dealers*.

Les sociétés non financières, qui entretiennent traditionnellement des liens financiers très étroits à l'échelle internationale, ont vu la part du reste du monde dans leurs transactions financières progresser régulièrement entre 1997 et 2007: elle est passée de 24 p.c. à plus de 37 p.c. pour les engagements financiers et de 28 à 39 p.c. pour les actifs financiers. Toutefois, ces ordres de grandeur sont considérablement influencés à la hausse par les centres de coordination établis en Belgique qui remplissent une fonction d'intermédiaire financier pour le

groupe multinational auquel ils appartiennent. Les échanges de participations entre sociétés belges et étrangères, reflétant les mouvements de fusions-acquisitions, ont été intenses au cours de la dernière décennie et ont aussi contribué à la croissance des investissements directs entre la Belgique et le reste du monde. Il convient enfin de souligner que les banques étrangères, et plus particulièrement celles situées dans la zone euro, octroyent un volume croissant de crédits aux entreprises belges.

La part des actifs étrangers dans le portefeuille des ménages est revenue de 30 p.c. à la fin de 1997 à 17 p.c. à la fin de 2007. L'introduction de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, le 1^{er} juillet 2005, n'y est bien entendu pas étrangère: en effet, il n'est désormais plus possible pour les particuliers d'échapper à l'impôt sur les revenus mobiliers des actifs porteurs d'intérêts détenus à l'étranger, ce qui a finalement entraîné le rapatriement de ces avoirs. En revanche, les flux de placements à l'étranger en actifs non porteurs d'intérêts ont été positifs au cours des dix dernières années. Enfin il importe encore de souligner que la part de l'étranger dans les engagements des particuliers demeure négligeable.