

**LES MARCHES MONETAIRES
ET FINANCIERS BELGES
1970 - 1980**

par

Dominique SPAEY (*)

Working paper n° 8108

(*) Je remercie Ph. De Villé et A. Siaens pour les remarques et commentaires qu'ils ont faits sur une première version de cet article. La responsabilité des propositions qui y sont avancées ne revient cependant qu'à moi-même. Mes remerciements vont aussi à Maryvonne Neyts et Jackie Mobondo Lusala qui ont dactylographié mon manuscrit.

Institut des Sciences Economiques
Unité Economie et Société
Université Catholique de Louvain

Cette approche est principalement centrée sur les positions et stratégies des différents agents économiques en matière monétaire. Face à des modifications de l'environnement, à des crises du système socio-économique ou de sous-systèmes, les réponses de politique économique seront puisées au sein du "paradigme" des couches dominantes. Celui-ci est la manière - historiquement déterminée - dont ces couches se représentent le réel et répondent à des évolutions problématiques. Le paradigme belge privilégie la politique monétaire externe, c'est à dire la régulation économique à partir de la parité du franc vis à vis des autres monnaies.

La première partie du texte, présentant le cadre institutionnel et les faits, vise à cerner les évolutions monétaires et financières qui appellent des réactions de la part des agents : inflation, déficits des finances publiques, niveau des taux d'intérêt, déficit des opérations extérieures.

La seconde partie décrit les positions des différents agents face à ces évolutions.

La troisième partie présente les modifications du cadre institutionnel qui se sont réalisées durant la période et en infère des indications sur le poids relatif dont pèsent les différents agents sur le système financier.

En conclusion la recherche propose d'interpréter la politique déflationniste menée après 1975 à deux niveaux : d'une part elle est la seule possibilité qu'ont les couches dirigeantes de peser sur l'appareil économique, pour en atténuer les dysfonctions et le réorienter conformément à leur stratégie; d'autre part elle concorde avec la logique institutionnelle propre de la Banque Nationale et avec celles des intermédiaires financiers, du moins jusqu'à un certain point.

1ère Partie : le cadre institutionnel et les faits

Cette première partie permettra d'une part de situer le contexte institutionnel du marché financier belge, d'autre part de relever dans les statistiques monétaires et financières les tendances qui ont marqué la période et qui permettent de la découper en sous-périodes. Un regard d'ensemble sur le matériel statistique permet de dégager trois sous-périodes :

1970-1975 : forte croissance des liquidités et
emballement inflationniste.

1976-1978 : ralentissement de la croissance des liquidités
et de l'inflation.

1979-1980 : accentuation de la pression déflationniste au niveau
de la masse monétaire, net accroissement du déficit
extérieur et de celui des finances publiques; tension
sur les marchés financiers et reprise de l'inflation
en 1980.

1.1. Le cadre institutionnel belge (1)

Les grands traits du système financier belge datent de 1935, date à laquelle les banques furent scindées en banques de dépôts et banques d'affaires. A ce moment fut également mis en place une institution de contrôle des activités bancaires, la Commission bancaire.

Les relations entre les autorités monétaires (Ministère des Finances, Banque Nationale de Belgique, Commission bancaire) et les intermédiaires financiers sont généralement caractérisées comme relations de concertation plutôt que de contrainte. Cet état de chose est d'autant plus évident que d'une part, les fonctions de contrôle et de régulation monétaires sont réparties entre plusieurs organismes différents [BNB, Commission bancaire, Institut de Réescompte et de Garantie (IRG)], alors que dans la plupart des pays ces fonctions sont du ressort de la Banque Centrale; que d'autre part certains organismes à fonction publique sont partiellement contrôlés par les banques (IRG) ou à tout le moins proches du milieu bancaire (Commission bancaire).

Si tant est qu'une volonté politique voulait peser, de façon contraignante, sur le système financier, le cadre institutionnel dissoudrait

(1) Cette section s'inspire de Siaens A. et de la Revue Nouvelle.

cette tentative dans la concertation et le compromis.

Depuis les années soixante, le fonctionnement proprement dit du marché financier belge a été modifié par deux phénomènes : la déspecialisation des différents types d'intermédiaires financiers (banques, I.F. publics, caisses d'épargne privées) (1967) et l'internationalisation du marché.

L'internationalisation du marché s'est traduite par la part décroissante des opérations en francs belges avec la Belgique, dans le bilan global des banques. Alors qu'en 1960, cette part était de 83,5 %, en 1979 elle ne représentait plus que 47,7 %. La diminution la plus forte qu'elle a connue s'est opérée entre 1965 (76,7 %) et 1970 (59,6 %).

Par ailleurs, les banques à majorité belge ont pris une part de moins en moins grande dans les opérations internationales (opérations en francs belges avec l'étranger et opérations en devises) : cette part passe de 80,8 % en 1958 à 63,7 % en 1970, et 48,5 % en 1979.

L'extension des opérations internationales a eu pour conséquence un renforcement de l'ouverture des marchés financiers belges sur l'extérieur et dès lors primo, une dépendance plus grande de ceux-ci par rapport aux évolutions propres aux marchés internationaux; secundo une marge de manoeuvre plus réduite pour la politique monétaire nationale. Par ailleurs il apparaît que la déspecialisation des différents types d'intermédiaires financiers a été un facteur de modification de leurs parts de marché tant au niveau des dépôts que des crédits octroyés : accroissement des parts des banques et des caisses d'épargne privées au détriment de celles des institutions publiques de crédit (voir table I). L'internationalisation et la déspecialisation ont accru la pression concurrentielle sur le coût du crédit (taux débiteurs) et ont induit une tendance à l'alignement de ce coût sur les conditions internationales sans toutefois permettre de qualifier le système financier belge d'aussi concurrentiel que les systèmes anglo-saxons ou germaniques. Les taux d'intérêt (créditeurs et débiteurs) sont fixés par concertation entre intermédiaires financiers (modalités différentes pour les 2 types de taux), ce qui constitue un cartel implicite par rapport auquel les petits épargnants sont moins rémunérés et les débiteurs sont plus chargés que dans des systèmes plus concurrentiels au niveau des prix. Par rapport aux autres secteurs d'activité, le secteur des intermédiaires financiers bénéficie donc d'une rente encore que celle-ci tende à décliner.

Le système financier belge se caractérise encore par un taux relativement élevé de l'épargne des ménages, et par le fait que le pays est exportateur net de capitaux sous forme de dépôts et placements à l'étranger et importateur net de capitaux sous forme d'investissements directs. Enfin, la dette des pouvoirs publics pèse d'un poids relativement important par rapport aux autres pays.

Présentation des principaux organismes intervenant sur les marchés monétaires

• La Banque Nationale de Belgique

La BNB est une société anonyme dont le capital est détenu pour moitié par l'Etat et pour moitié par le public et par des placeurs institutionnels.

Théoriquement elle est contrôlée par le Ministre des Finances; pratiquement les orientations de la politique de la Banque sont le fait de son comité de direction : celui-ci comprend le gouverneur, nommé par le Roi, et de 3 à 6 directeurs nommés par le Roi sur proposition du Conseil de Régence (les régents représentent les "forces vives" de la nation).

Les activités de la Banque sont les suivantes :

- maintenir la parité du franc
- exercer la fonction de caissier de l'Etat
- négocier les accords monétaires internationaux
- pratiquer le réescompte et les avances sur nantissement.

La Banque n'exerce pratiquement plus d'opérations d'escompte.

Par rapport au pouvoir politique, on estime généralement la BNB plutôt autonome (plus par exemple que la Banque de France ou la Banque d'Angleterre mais moins que la Bundesbank). Par ailleurs, une fonction qui, dans la plupart des autres pays revient à la banque centrale, le contrôle des banques, échappe à la BNB, et est le fait d'un organisme relativement indépendant par rapport à elle : la Commission bancaire. Enfin, si la Banque Nationale contrôle le recours global des intermédiaires financiers au réescompte, ceux-ci disposent néanmoins d'un organisme (l'IRG) qui pratique le réescompte en compensant les besoins de liquidité de certains intermédiaires par les surplus d'autres intermédiaires. Ceci impliquerait donc une influence comparativement plus limitée de la BNB sur le système financier.

- L'Institut de Réescompte et de Garantie (IRG)

Il s'agit d'une institution d'utilité publique, créée en 1935 en vue de faciliter l'équilibre de trésorerie des banques et d'élargir leurs possibilités de mobilisation des effets (commerciaux et publics) qu'elles détenaient.

Les banques étant les actionnaires de l'IRG, ce sont elles qui détiennent le pouvoir de contrôle de ses activités.

De par sa gestion du marché des effets négociables l'IRG exerce un rôle crucial sur le marché monétaire. En équilibrant les déficits et surplus de liquidités des intermédiaires financiers par le réescompte, il réduit la fréquence et/ou le volume du recours des intermédiaires à la Banque Nationale.

- La Commission bancaire

Organisme d'intérêt public géré par un président et 6 membres nommés par le gouvernement. Les 6 membres représentent de façon égale la BNB, l'IRG et l'Association Belge des Banques (fédération des entreprises bancaires).

La Commission bancaire a pour fonction de contrôler les intermédiaires financiers (veiller à leur liquidité et à leur solvabilité, leur imposer des coefficients de structure et de emploi), les sociétés à portefeuille et les opérations publiques sur le marché des capitaux (émissions d'actions et d'obligations, ...).

La Commission bancaire est traditionnellement présidée par des personnalités proches du monde bancaire.

- Le Conseil Supérieur des Finances

C'est un organisme consultatif regroupant des représentants des intermédiaires financiers publics et privés et des autorités monétaires.

La "Revue Nouvelle" qualifie ses membres de personnalités parmi les plus conservatrices des milieux politiques et financiers.

Le Conseil Supérieur des Finances remet des avis ou des rapports sur des sujets tels que l'état des finances publiques (Rapport Van Houtte, 1976) ou la création d'un marché secondaire des effets publics.

• Le Fonds des Rentes

Le Fonds des Rentes est un parastatal mis en place en 1935 en vue de régulariser le cours des fonds publics. Il était également prévu qu'il pratique "l'open market policy" pour le compte de la BNB. Cette politique n'a cependant jamais été qu'embryonnaire.

Le Fonds des Rentes est contrôlé conjointement par le Ministère des Finances et la BNB qui en assure la gestion quotidienne.

• L'Institut Belgo-Luxembourgeois du Change (IBLC)

Formellement l'IBLC est un établissement public distinct de la BNB.

De fait il ne constitue qu'un département de celle-ci.

Légalement il est chargé d'édicter la réglementation des changes et de veiller à l'application de celle-ci par les banques. Il contrôle leurs créances et engagements vis à vis de l'étranger et toute opération de change de la clientèle.

1.2. Les évolutions récentes

1.2.1. Masse monétaire et liquidités quasi-monétaires

Les accroissements et les taux de croissance de la masse monétaire (M_1) sont les plus importants en 1972 et 1975 (tables II et VI).

Ceux des liquidités quasi monétaires sont à leurs maximums en 1973 et 1976. Au regard de la table II, on peut voir qu'à partir de 1978, la pression à la réduction de la croissance de l'ensemble des liquidités (M_3) est exercée à partir de M_1 plutôt que des liquidités quasi-monétaires. Ce qui indique que cette tendance des liquidités trouve son origine dans une contraction de l'offre de celles-ci et non dans une réduction de la demande.

1.2.2. Formation d'actifs financiers par les particuliers

Dans la table III, le mouvement d'ensemble de cette formation est nettement déterminé par la formation d'actifs en francs belges. Au cours de la période, la formation d'actifs fait un bond de 1974 à 1975 et de 1976 à 1977, pour ensuite marquer une tendance au ralentissement malgré une certaine reprise en 1980. Il faut cependant remarquer la diminution en 1979 et la stagnation pour les 10 premiers mois de 1980, de la formation d'actifs financiers en francs belges.

1.2.3. Les opérations avec l'étranger

Jusqu'en 1975, le solde des opérations courantes (de l'UEBL) est positif; de 1976 à 1978, le déficit est contenu. A partir de 1979, il quadruple quasiment. Ce mouvement des opérations courantes suit de près celui de la balance commerciale.

Lorsqu'on considère le solde des opérations avec l'étranger (opérations courantes plus opérations en capital des entreprises et particuliers) (table IV, colonne 9), le découpage de la période est le même : à l'exception de 1974, le solde est positif jusqu'en 1975; en 1976 et 1977, le déficit est limité, il s'accroît en 1978 et cet accroissement s'amplifie encore à partir de 1979. Ce mouvement se retrouve au niveau des avoirs extérieurs nets des organismes principalement monétaires : ceux-ci s'accroissent (à l'exception de 1974) jusqu'en 1975; de 1976 à 1978, ces avoirs diminuent; en 1979 la diminution quadruple.

Les opérations avec l'étranger constituent donc le facteur essentiel qui exerce une pression déflationniste sur la masse monétaire; l'approfondissement du déficit en 1978 et 1979 ne fait qu'accroître cette pression.

1.2.4. La demande de crédit des entreprises

En partant de la table V, on remarque immédiatement que 1975 marque une rupture, tant au niveau de la rentabilité des fonds propres des entreprises qu'à celui des bénéfices mis en réserve.

Si la rentabilité nette se reconstitue en 1978 et 1979, elle ne se situe néanmoins plus aux niveaux d'avant 1975. Il faut par ailleurs souligner le contraste qui apparaît depuis 1975 entre la rentabilité des entreprises industrielles et celle des entreprises du secteur abrité. Comme il est prévu que les bénéfices des entreprises vont se rétracter en 1980 et 1981, et que par ailleurs les taux d'intérêt vont rester élevés, la situation financière des entreprises ne pourra que se détériorer. Pour un bon nombre d'entreprises industrielles cette détérioration risque de signifier leur disparition.

L'évolution récente des besoins de crédit des entreprises appelle quelques commentaires.

Alors qu'en raison de la dépression de 1980 (censée impliquer un déstockage et un moindre investissement), on pouvait s'attendre à une diminution des besoins de crédit des entreprises, c'est l'inverse qui s'est produit. Les besoins nets de financement des entreprises sont passés

de 2,5 % du PNB en 1979 à 3,2 % en 1980.

Ceci est dû au fait que leurs ressources en capital (transfers inclus) sont restées constantes alors que la formation brute de capital a augmenté (nécessité de rationaliser).

L'augmentation des engagements des entreprises, couplée à la hausse du taux d'intérêt, a accru leurs charges financières, tant brutes que nettes.

Les charges brutes ont haussé de 10 % en 1978, de 29 % en 1979 et de 37 % en 1980. La majeure partie de ces accroissements vient en 1979 et 1980 de la hausse des taux débiteurs, soit respectivement 19 % et 27 % (voir BNB, rapport annuel 1980, p. 26).

Si on compare les 10 premiers mois de 1980 aux 10 premiers mois de 1979, on remarque d'une part que les sociétés ont constitué moins d'actifs financiers en 1980 qu'en 1979 (23 milliards contre 69 milliards), que d'autre part elles ont contracté plus de dettes (132 milliards en 1980 contre 112 milliards en 1979).

1.2.5. Demande de crédit des pouvoirs publics

A partir de 1975, le déficit net à financer des pouvoirs publics s'est accru en proportion du PNB et ce à la différence des autres pays européens où cette proportion était soit réduite soit stabilisée. Pour la Belgique, cette proportion, qui était encore de 4,3 % en 1974, est passée à 11,8 % en 1980.

Soldes nets à financer des pouvoirs publics

variations en milliards de frs	% PNB	variations en milliards de frs	% PNB
		1976 - 202	7.6
1972 - 92	5.8	1977 - 219	7.7
1973 - 95	5.3	1978 - 248	8.1
1974 - 91	4.3	1979 - 305	9.4
1975 - 158	6.8	1980 - 409 (e)	11.8

Source : Rapport annuel BNB, 1980, p. 38 (e) = estimation.

Les accélérations de croissance des soldes nets à financer se situent surtout en 1975, 1979 et 1980. Les accélérations du financement monétaire de ces soldes se situent en 1976, 1979 et 1980.

Cette accélération du financement monétaire a pris la forme de recours direct et indirect du Trésor à la BNB à partir de 1976 (voir Table VII) et d'engagements en monnaies étrangères du secteur public à partir de 1979.

Par ailleurs, la Table VII montre de façon nette la pénurie de fonds caractérisant le marché financier à partir de 1976 et l'approfondissement de celle-ci à partir de 1979 (voir table VII, colonne total général).

1.2.6. Synthèse des évolutions récentes.

Depuis 1978, le marché financier belge se tend en raison des évolutions divergentes de l'offre et de la demande de fonds.

Du côté de l'offre, en premier lieu le déficit extérieur qui s'approfondit réduit celle-ci alors que les années précédentes connaissaient un surplus chronique des opérations avec l'extérieur. Quoique de moindre incidence, un second facteur de réduction de l'offre est la tendance que suit la formation d'actifs financiers en francs belges par les particuliers.

Du côté de la demande, les besoins nets de financement des pouvoirs publics vont en s'accroissant; par ailleurs et dans une moindre mesure, les besoins de crédit des entreprises augmentent.

Ces évolutions induisent des tensions au niveau des marchés monétaires et financiers; celles-ci se traduisent par la tendance haussière des taux d'intérêt, particulièrement ceux à court terme (voir table X).

Alors que la hausse des prix a subi une pression déflatoire de 1975 à 1978 (13 % en 1974 et 1975, 9 % en 1976, 4,5 % en 1978) qui s'est relâchée quelque peu en 1979 et 1980 (4,5 % et 6,5 % respectivement), les taux d'intérêt nominaux se sont stabilisés de 1975 à 1978 (à l'exception de périodes limitées de tension) pour ensuite monter de façon nette à partir de 1979 (voir table VIII).

Il en a résulté une hausse des charges réelles d'intérêt à court terme qui fait de la Belgique en 1980, le pays d'Europe où le coût de l'argent est le plus élevé (voir table IX).

De 1972 à 1975, les taux réels à court terme furent négatifs, à partir de 1976 ils sont positifs et progressent d'année en année.

Face à cette hausse des charges réelles du crédit, on peut faire valoir le fait que les entreprises bénéficient de subventions d'intérêt et que dès lors elles ne subissent que partiellement la hausse des charges. Bien que cela soit vrai au niveau des entreprises, il n'en reste pas moins qu'au niveau national, ces subventions d'intérêt sont financées par les pouvoirs publics et constituent dès lors une charge pour la communauté.

La tension financière actuelle diffère de celles de 1974 et 1976 : celle de 1974 correspondait à un sommet conjoncturel alors qu'actuellement l'économie belge est en situation de dépression; celle de 1976 était due, en grande partie, à une méfiance à l'encontre du franc belge alors qu'actuellement elle répond à des facteurs plus structurels. Jusqu'en 1979, la pression déflatrice et les tensions financières ont été limitées par les facteurs suivants :

- légère reprise de 1978 et 1979
- importations de capitaux par le secteur public et financement monétaire du Trésor par la BNB
- hausse continue des plafonds de réescompte à la BNB.

La légère reprise de 1978 à 1979 a fait place à une récession en 1980. Du fait du déficit croissant des opérations avec l'étranger et de celui des pouvoirs publics, les tensions financières n'ont fait que croître, malgré le recours croissant aux marchés financiers extérieurs. Dans un futur proche, ce recours sera limité, d'abord en raison de la hausse des taux d'intérêt sur les marchés extérieurs, ensuite en raison de réticences des prêteurs internationaux à financer des déficits croissants. Ces tendances et l'accentuation des tensions en 1980, expliquent en partie l'évolution des positions des différents agents, que nous abordons maintenant dans la seconde partie de ce travail.

2ème Partie : les positions des agents en matière monétaire

D'un point de vue général d'abord, en matière monétaire, il existe peu de prises de position spécifiques et structurées de la part d'autres institutions que la Banque Nationale de Belgique. A l'exception de déclarations sur le soutien du franc, le Ministère des Finances et plus particulièrement l'Administration du Trésor ne donnent pas un avis qui leur est propre.

La Commission bancaire n'émet pas d'avis public. L'Association Belge des Banques se contente généralement, dans son rapport annuel, de retracer l'évolution monétaire et financière. La Fédération des Entreprises de Belgique se limite à citer des extraits du rapport annuel de la BNB. Seule Fabrimétal a pris position mais cela sans qu'on puisse parler de discours réellement structuré. Cependant en 1978 un débat est engagé sur la question de la dévaluation du franc, et en 1980 ce débat refait surface. Les effets de la politique de déflation ne feront, semble-t-il, que l'amplifier.

Des sources actuellement disponibles, les positions des différents agents en matière monétaire se dégagent de la manière suivante :

De 1970 à 1974, des divergences apparaissent entre la Banque Nationale et les intermédiaires financiers, à propos de la limitation de l'expansion des liquidités.

Après 1975, l'élément caractéristique consiste dans les mises en garde de la Banque aux Pouvoirs Publics dont le déficit est de plus en plus financé par création monétaire, ce qui est contradictoire aux objectifs de lutte contre l'inflation et de défense du franc.

En 1980, le consensus (apparent en tout cas) des années précédentes sur la politique monétaire commence à s'effriter : des voix syndicales (R. Gillon de la Fédération des Métallurgistes liégeois, l'hebdomadaire "Combats"), patronales (Vlaams Economisch Verbond, le périodique "Trends") et universitaires (économistes de la KUL et de l'UCL), mettent en cause, dans des mesures différentes, la politique de change suivie par la BNB. Par ailleurs le rapport 1980 de l'Association Belge des Banques souligne les difficultés récentes du secteur bancaire sans toutefois mettre en cause la politique monétaire tant externe qu'interne. Ces difficultés pourraient cependant amener le secteur bancaire à modifier dans l'avenir sa position.

2.1. Période 1970 - 1974

1970 : La BNB affirme qu'elle ne laissera pas les banques créer des liquidités comme elles le veulent. Si les instruments dont elle dispose [plafonds de réescompte et de visa (1)] ne sont pas suffisants, elle envisage d'en mettre d'autres en place.

1971 : La BNB plaide pour une réorganisation de ses moyens d'action.

L'exposé des motifs est le suivant :

1° L'inflation a réduit l'efficacité de la politique de variation des taux d'intérêt.

2° La tendance à la déspecialisation des intermédiaires financiers requiert que la Banque puisse influencer toutes les catégories d'intermédiaires financiers.

3° L'internationalisation du marché financier nécessite un certain contrôle des changes.

La BNB voudrait que soient précisées les responsabilités respectives de la Commission bancaire et de la Banque Centrale. A ce titre, elle souhaite pouvoir faire des recommandations aux I.F.; celles-ci seraient rendues obligatoires par les organes de contrôle (Commission bancaire).

1972 : La BNB souhaite que soient créées des conditions à un maniement plus souple du taux de réescompte. Elle évoque l'éventualité d'un système de contrôle du crédit plus contraignant pour lutter contre l'inflation.

Enfin, elle souligne dans le cadre de cette même lutte, le peu d'efficacité de la politique monétaire s'il existe des déficits budgétaires.

1973 : . Suite aux demandes du Trésor, adressées à la BNB, de réduire ou d'étaler les hausses de ses taux, la Banque estime qu'elle n'a pas pu hausser ses taux de façon telle que l'inflation puisse être contenue.

Elle invite donc les intermédiaires financiers à désacraliser ses taux c'est à dire à rendre leurs taux débiteurs plus flexibles par rapport aux siens propres.

Elle souligne que la compensation à la relative rigidité de ses taux, à savoir des mesures quantitatives efficaces et plus par-

(1) voir page 25, point 3.1. et notes en bas de page.

ticulièrement la mise en place d'un mécanisme de réserve monétaire (1), n'ont pas été assez développées. Cette dernière a dû être négociée, ce qui a impliqué des concessions de la part de la Banque (sur l'ampleur de la réserve), et dès lors la mesure perdait de sa cohérence.

La Banque mentionne l'existence de réticences de la part des banques à l'égard de ce mécanisme.

- . Des avis proches du milieu bancaire déplorent l'instauration de coefficients de remploi obligatoire des accroissements des moyens d'action des banques, en fonds publics. Ceci aurait constitué une "protection du Trésor" (2).
- . Il est intéressant de remarquer que le rapport annuel de la BNB ne fait pas mention d'une éventuelle réévaluation du franc belge, parallèle à celle du florin au cours de l'année. Il est seulement dit que le gouvernement des Pays-Bas a réévalué sa monnaie dans une optique de politique monétaire intérieure de lutte contre l'inflation.

1974 : . Fabrimétal se déclare opposée aux mesures d'encadrement du crédit : ces mesures auraient dû être sélectives et par là permettre à l'industrie, productrice de biens réels, de trouver le crédit qui lui est nécessaire. D'autre part, Fabrimétal s'en prend au financement monétaire du déficit des pouvoirs publics.

(1) voir page 25, point 3.1. et notes en bas de page.

(2) Selon la BNB, l'instauration de ces coefficients de remploi visait à éviter une réduction du financement du Trésor par les intermédiaires financiers; en effet, en l'absence de coefficients de remploi, les intermédiaires financiers auraient pu pallier le resserrement de leurs liquidités (dû à la réserve monétaire) par une réduction de leur crédit au secteur public. Cette réduction incitant le Trésor à recourir à un financement direct ou indirect à la Banque Nationale, ce que celle-ci voulait éviter.

- . La BNB affirme que la politique monétaire devient plus délicate en raison du problème du choix entre des objectifs contradictoires dans une situation économique extrêmement mouvante. Elle souligne la faible marge de manoeuvre des autorités dans une petite économie ouverte et en appelle aux efforts de concertation et de coordination économique en Europe.
- . Un avis, proche du milieu bancaire : "Selon un schéma désormais typique pour la Belgique, la politique monétaire porte un fardeau trop lourd dans la lutte contre l'inflation, par rapport à la politique budgétaire, fiscale et des revenus".

2.2. Période 1975 - 1979

- 1975 : . La BNB défend sa politique de freinage de la baisse de ses taux : sous prétexte de reprise, il ne faut pas risquer d'affaiblir le franc.
- D'autre part, elle met le gouvernement en garde contre d'éventuels futurs déficits des finances publiques et leur financement par création monétaire.
- 1976 : . Le conseil supérieur des finances remet un avis sur la réforme du marché des effets publics à court terme : cette réforme créerait un marché secondaire des effets publics; cela renforcerait, dans des limites clairement établies, la capacité de financement de l'Etat. Le Fonds des Rentes est proposé comme "teneur de marché".
- . La BNB affirme que son objectif prioritaire en 1976 est la défense du franc; l'instrument en est la hausse des taux d'intérêt. Elle fait un plaidoyer contre une politique monétaire simpliste, tant extérieure qu'intérieure. Les problèmes de l'économie belge sont structurels et il ne faut pas espérer faire disparaître le chômage par une politique de soutien à la demande.
- 1977 : . La politique monétaire que pratique la BNB a pour objectif principal la défense de la monnaie; dévaluer ne servirait à rien. L'inflation étant une inflation par les coûts (tous les coûts), une politique monétaire agissant sur la demande est inutile.

La BNB met en garde contre les tendances des groupes socio-économiques à recourir à l'Etat du fait de l'absence de reprise économique; ce recours pose des problèmes financiers et suscite des inquiétudes économiques.

Pour la BNB, son devoir d'aider le Trésor l'empêche, elle, de pratiquer la régulation de la création de liquidités sur le marché monétaire.

1978 : . La BNB insiste sur la nécessité d'assainir les finances publiques; une grande partie de son rapport traite de la situation internationale et de la mise en place du système monétaire européen.

. Dans un discours à la chambre, le Ministre des Finances, G. Geens, affirme qu'un franc belge fort nécessite l'absence de création monétaire, ce qui implique une réduction du budget.

. Pour Willy De Clercq, ancien Ministre des finances, en 1976 l'attaque contre le franc signifiait que sa stabilité était mise en doute.

En 1977, les tensions qu'à subi le franc ne sont que le résultat de la spéculation à la hausse sur le mark. Pour lui, bien que l'économie belge n'aille pas bien, la situation en 1977 n'est pas pire qu'à l'étranger.

. Fabrimétal relève, en mai 1978, les incohérences entre d'une part la politique monétaire d'accrochage systématique du franc au mark et d'autre part le laxisme caractérisant la politique budgétaire et celle des revenus. Si un changement de parité du franc doit intervenir, il est nécessaire que soient mises en place des mesures contre les effets maléfiques de ce changement. Fabrimétal propose de considérer la parité du franc par rapport à l'ensemble des monnaies européennes et pas seulement par rapport au mark.

En juin 1978, Fabrimétal s'oppose fermement aux propos de Schollaert (Directeur de l'Office Belge du Commerce Extérieur) ayant parlé d'une dévaluation comme ballon d'oxygène pour les entreprises. Fabrimétal reconnaît la nécessité d'un ballon d'oxygène mais refuse l'outil dévaluation. Fabrimétal prétend que Stouthuysen, Président du Vlaams Economisch Verbond, partage

ses vues en la matière.

- . Suite à la prise de position de E. Kirschen (professeur à l'ULB) en faveur d'une dévaluation du FB d'environ 10 % visant à réduire le chômage (mars 1978), un débat est engagé en septembre 1978 sur la politique du change suivie par la BNB.

Kirschen maintient ses positions en faveur de la dévaluation argumentant que le chômage est essentiellement conjoncturel, que la dévaluation est susceptible de freiner les importations et de stimuler les exportations et la production nationale de produits substitués aux importations. Selon lui, il est possible de contenir la poussée inflationniste consécutive à la dévaluation, notamment grâce au dispositif de réglementation des prix fonctionnant au Ministère des Affaires Economiques. Enfin il relève le "catastrophisme" des positions de la BNB au sujet des conséquences négatives d'une dévaluation, à savoir la spirale inflationniste.

R. Beauvois, directeur à la BNB, réfute cette thèse en faveur d'une dévaluation, essentiellement en avançant les arguments suivants :

- le chômage n'est pas conjoncturel mais structurel; une dévaluation ne le résorberait donc pas.
- s'il est probable que, suite à une dévaluation, les taux d'intérêt baissent, cela n'implique pas nécessairement une reprise des investissements. Par ailleurs il n'est pas réaliste de penser faire accepter aux épargnants des taux d'intérêt réels relativement bas résultant de la réduction des taux nominaux et de l'accélération de l'inflation.
- une étude de la BNB, portant sur un ensemble de pays industrialisés a montré que pour la période 1970-1978, il n'y avait pas de relation systématique entre variations du taux de change et variations du rythme de croissance ou des parts du marché international. Par contre une variation des changes modifiait les prix et les coûts intérieurs.
- il y a peu de raisons de penser qu'une dévaluation aura des effets en volume sur les importations (réduction) et sur les exportations (accroissement). Bien au contraire : la dévalua-

tion ne fera que stimuler l'inflation.

Enfin W. Claes, Ministre des Affaires Economiques, clôt le débat en refusant toute dévaluation du franc. Selon lui, malgré les pressions que subit le franc sur le marché des changes, sa position est fondamentalement saine. Par ailleurs une dévaluation n'accroîtrait pas l'emploi. Tout au plus amènerait-elle une amélioration de la situation financière des entreprises. Mais ce ballon d'oxygène reporterait à plus tard l'adaptation nécessaire de la structure industrielle belge-en termes de réorientation des activités et d'accroissement de la productivité-. Il y a donc refus de la dévaluation, d'abord en ce qu'elle engendre l'inflation, ensuite parce qu'elle constitue une prime à l'absence de dynamisme des entrepreneurs.

1979 : . Fabrimétal mentionne, parmi d'autres points à améliorer, la nécessité d'un abaissement des taux d'intérêt à moyen et long terme, sensiblement plus élevés en Belgique qu'à l'étranger.

. La BNB affirme qu'il lui est de plus en plus difficile de mener une politique monétaire rigoureuse si le financement monétaire de l'Etat continue de s'accroître.

La BNB s'inquiète du caractère structurel qu'acquiert le déficit des opérations avec l'extérieur. Ce déficit tient d'une part à la faible compétitivité du secteur manufacturier; d'autre part à la croissance de la demande intérieure, liée à un déplacement de revenu vers les ménages, au détriment de l'Etat et des entreprises.

1980 : . Pour Fabrimétal (mai 1980), le temps est venu d'entreprendre une oeuvre de salut public. Il y a toujours refus de la dévaluation : le choix est factice entre dévaluation et modération vu que la faiblesse du pouvoir politique empêche la mise en place de mesures d'accompagnement de la dévaluation.

C. DE STRIJKER, Gouverneur de la BNB, explique dans le Bulletin de Fabrimétal que les hauts taux d'intérêt en Belgique tiennent à la situation internationale et à l'état des finances publiques.

. Au cours de l'année apparait une série de prises de position remettant en cause la politique de change de la BNB :

- Selon P. De Grauwe (et ses collègues De Wachter et Dombrecht de la KUL), au début des années 1970, le franc a été sous-évalué ce qui a permis des hausses de salaire trop importantes. Depuis 1976, il est surévalué.

Cette surévaluation fait pression sur les prix et les coûts du secteur ouvert. Tout en reconnaissant la nécessité de lutter contre l'inflation, De Grauwe se demande pourquoi cette lutte est menée à partir de la politique de change (qui mène à terme à la destruction de l'emploi) et non à partir d'une politique de restauration de l'équilibre budgétaire. Par ailleurs il fait remarquer que le déficit budgétaire favorise relativement (à travers la demande) le secteur protégé de l'économie, ce qui conduit à des divergences entre celui-ci et le secteur ouvert.

La surévaluation du franc oblige les autorités à choisir entre dévaluation et compression des coûts et des salaires; actuellement elles refusent d'opérer un choix mais le déficit extérieur va les y forcer. De toute façon conclut De Grauwe, une dévaluation devra s'accompagner nécessairement d'un rééquilibrage des finances publiques. Celui-ci ne peut pas être évité; une dévaluation le rendra cependant moins drastique. La dévaluation en tant que telle n'améliorera pas l'emploi mais limitera sa dégradation. Enfin elle devra être accompagnée d'une modification de l'index (afin de contenir l'inévitable poussée des prix et salaires), consistant à en retirer le prix des importations les plus coûteuses.

- Du côté syndical, certaines fractions des deux principaux syndicats (et non les organisations comme telles) (R. Gillon, "Combats",...) prennent position contre la surévaluation du franc et la politique de déflation. La politique monétaire est dénoncée en raison de ses conséquences sur l'emploi et sur la réduction du pouvoir d'achat des travailleurs, conséquences qui entraînent un cercle vicieux déflatatoire.

- Un article de la revue "Trends" du 15 octobre 1980 s'en prend à la BNB qualifiée de forteresse, d'institution hautaine dont les dirigeants ont un sentiment de supériorité certain. L'article questionne également la validité de l'étude de la BNB sur les relations entre le change et l'emploi. Cette étude montre qu'il n'existe pas, pour la plupart des pays industrialisés, de relation systématique entre variation du change et variation de l'emploi. Enfin l'article se demande pourquoi la BNB envisage systématiquement (pour la repousser) la dévaluation sans contrôle des salaires, ce qui serait un non-sens.
- Dans "Tendances" du 22 octobre 1980, P. Lowenthal (IRES, UCL) questionne également l'étude de la BNB. Selon lui l'économie belge souffre d'un défaut de compétitivité en termes de coûts (dû à une certaine surévaluation du franc dans un climat monétaire et financier peu permissif). Ce défaut de compétitivité est lié à la persistance d'une structure industrielle déficiente.

L'auteur pense qu'il y a une liaison importante entre surévaluation du change et les pertes d'emploi industriel. Il n'est d'accord avec la politique de change de la BNB que dans la mesure où la conjoncture politique et sociale actuelle ne permettrait pas la mise en place de mesures visant à contenir les prix et les salaires dans le cas d'une dévaluation. Il conclut : "ce n'est pas la dévaluation elle-même qui est en cause-elle serait logique-mais ses mesures d'accompagnement".
- "Trends" du 1 Décembre 1980 commente le livre rouge du Vlaams Economisch Verbond sur l'intervention de l'Etat dans l'économie.

Le déficit des finances publiques n'est pas la seule cause du niveau élevé des taux d'intérêt; ce niveau est aussi fonction du maintien de la parité actuelle du franc. La question de la dévaluation n'échappe par ailleurs pas aux conflits communautaires dans la mesure où les intérêts des industries wallonnes ne concordent pas avec ceux des PME flamandes.

La dévaluation défavoriserait les premières, transformatrices de produits importés, par rapport aux secondes, moins dépendantes des importations et plus orientées vers le marché intérieur.

Le commentaire conclut que les flamands, dans des débats aussi vitaux, ne doivent pas souscrire sans protester aux positions francophones (c.à.d. à celles de la BNB). De plus, une fois encore, le caractère absurde d'une dévaluation sans mesures d'accompagnement est souligné.

- . Le rapport annuel de l'Association Belge des Banques (paru en octobre) souligne les problèmes récents de rentabilité qu'ont rencontrés les banques et le fait que leur sort est lié à celui des autres entreprises. La dégradation de la rentabilité bancaire provient, selon l'ABB, du fait que les taux d'intérêt à court terme se sont plus accrus que les taux à long terme. Or les banques utilisent des ressources à court terme pour faire du crédit à long terme.

Dès lors leur marge bénéficiaire se réduit et l'ABB envisage la suppression de la gratuité de certains services (chèques, virements) comme une mesure visant à remédier à cet état de choses.

Quant au futur, la position de l'ABB est la suivante :

"Alors que nous entrons dans une nouvelle période de ralentissement conjoncturel, il est particulièrement préoccupant que, pour les crédits à moyen et long terme, toute baisse paraisse exclue dans l'immédiat, eu égard à l'évolution prévisible des besoins financiers de l'Etat et des institutions publiques de crédit..

L'orthodoxie monétaire ne tardera donc pas à devenir intenable (je souligne, D.S.) si des mesures d'accompagnement radicales ne sont pas prises à brève échéance dans d'autres domaines de la politique économique et sociale". (rapport, p. 15).

2.3. Synthèse de l'évolution des positions des agents.

Période 1970 - 1974

Au nom de la lutte contre l'inflation, la Banque Nationale demande au

gouvernement d'être dotée de plus de pouvoir par rapport aux intermédiaires financiers; elle semble même évoquer un pouvoir de contrainte. Implicitement, elle avoue son impuissance à mener une politique monétaire efficace contre l'inflation : les raisons invoquées sont les réticences des intermédiaires financiers et plus particulièrement des banquiers d'une part, les pressions exercées par le gouvernement d'autre part.

Jusqu'en 1973 et partiellement 1974, les vues de la BNB et celles du pouvoir politique semblent plutôt concorder, alors qu'on peut percevoir une certaine tension entre la BNB et les banques. Par ailleurs, en 1974, Fabrimétal s'en prend aux mesures d'encadrement du crédit. Durant cette première sous-période, la ligne de divergence entre agents semble donc séparer d'une part le pouvoir politique et la Banque Nationale, d'autre part les banques et dans une moindre mesure (fin de sous-période) l'industrie. Cette configuration pourrait résulter des éléments suivants :

La divergence entre le Trésor et les banques tiendrait d'abord au fait que les coefficients de remploi et la transformation d'une partie de la réserve monétaire en bons du Trésor spéciaux, ont obligé les banques à financer le Trésor à des taux moins avantageux que ceux du marché; elle tiendrait ensuite au fait qu'à travers les restrictions quantitatives appliquées à l'expansion du crédit bancaire, les banques pâtissent, dans leur activité même, du fait que la politique monétaire porte un fardeau trop lourd dans la lutte contre l'inflation, par rapport aux politiques budgétaires et des revenus.

La convergence entre le Trésor et la BNB tiendrait à deux facteurs : d'abord jusqu'en 1973, le Trésor réduit ses engagements vis-à-vis de la Banque.

Ensuite, celle-ci a besoin des autorités politiques dans la mesure où elle espère obtenir de celles-ci des modifications de la législation qui lui octroieraient un pouvoir plus large sur les intermédiaires financiers.

Période 1975 - 1980

Par rapport à la période précédente, l'objectif poursuivi par la Banque Nationale n'est plus en tant que telle, la lutte contre l'inflation, mais bien la défense du franc belge. Celle-ci devient le critère par

rapport auquel les comportements et situations sont évalués, acceptés ou rejetés.

La définition de la défense du franc comme objectif prioritaire de la politique monétaire va de pair avec une analyse présentant les déséquilibres qui caractérisent l'économie belge, comme structurels. Aussi en 1975 et 1976, la BNB s'oppose-t-elle à toute politique visant à relancer la demande et par là à réduire le chômage; celui-ci est structurel et peu sensible à un accroissement de la demande globale. A partir de 1977, la BNB met particulièrement en évidence la contradiction entre la politique monétaire de défense du franc et le financement monétaire du déficit des Pouvoirs Publics.

Cette vue est reprise en 1978 par une partie du pouvoir politique (discours du Ministre des Finances) et par Fabrimétal ("laxisme de la politique budgétaire").

En 1979, la BNB insiste sur la gravité du déficit extérieur de la Belgique et le nécessaire contrôle des revenus et des finances publiques pour y remédier.

En 1978 la discussion sur la parité du franc est amorcée mais avorte rapidement. En 1980, elle reprend et s'élargit.

Par rapport à la période précédente, la ligne de divergence entre les vues des agents s'est déplacée : jusqu'en 1979, aucune divergence de vue n'apparaît entre la Banque Nationale et les intermédiaires financiers.

En 1980 cependant l'ABB qualifie la politique monétaire de la BNB d'intenable à terme si d'autres mesures de politique économique et sociale ne sont pas prises. Bien que Fabrimétal trouve que les taux d'intérêt en Belgique sont supérieurs à ceux des pays voisins, elle ne s'en prend ni aux intermédiaires financiers ni à la BNB mais paraît se satisfaire d'une explication du niveau de ces taux à partir de la situation internationale d'une part, de l'ampleur des besoins de financement de l'Etat d'autre part (1).

(1) A titre de comparaison, il est intéressant de mentionner que lors du congrès de la Confédération patronale britannique, son directeur, Sir Terence Beckett, avait menacé le gouvernement Thatcher "d'une raclée à mains nues" si les taux d'intérêt n'étaient pas réduits (Le Soir 19/11/80).

Jusqu'en 1979 inclus, il semble que la politique monétaire fasse l'unanimité (en apparence en tout cas, et à l'exception des "ballons d'essai" de Schollaert et Kirschen) des différents agents : BNB, intermédiaires financiers, Etat, industrie.

De plus les différents agents s'accordent à mettre en cause le déficit des finances publiques. A ce niveau la ligne de démarcation séparerait l'Etat des autres agents. Il est même certain que cette ligne passe au sein même des pouvoirs publics entre partisans d'une réduction drastique du déficit budgétaire et partisans d'un relatif status-quo (comme en témoignent les discussions de la Conférence Nationale du Travail de l'automne 1980, et celles concernant la réduction du déficit budgétaire en mars 1981).

En 1980 le consensus sur la politique monétaire donne des signes certains d'effritement : des voix patronales, syndicales et universitaires (UCL et KUL) plaident pour une dévaluation; selon l'ABB l'évolution financière pose de sérieux problèmes (ce qui est neuf de sa part); l'Etat met en place une politique de revenus (décembre 1980) et prend des mesures pour réduire le déficit budgétaire (mars 1981). Par ailleurs, au cours du premier trimestre 1981, la question d'une révision de l'indexation des salaires (principale mesure avancée d'accompagnement d'une dévaluation) revient en force du côté patronal et dans certains partis (sociaux chrétiens et libéraux).

Enfin dans son rapport annuel paru en février 1981, la BNB, tout en maintenant son opposition de principe à une dévaluation, envisage la question de manière plus réaliste que précédemment.

3ème Partie : Les modifications des pratiques institutionnelles

Par rapport aux années soixante, la première partie des années septante (1969-1974) voit se développer parallèlement à la politique des taux, la mise en place de mesures de contrôle quantitatif des liquidités sur le marché financier. Dès la fin 1974 et au cours de l'année 1975, ces procédures de contrôle quantitatif sont abandonnées et au fur et à mesure que l'objectif prioritaire de la politique monétaire devient la défense du franc, l'outil privilégié de la Banque Nationale redevient la variation de ses taux.

Par ailleurs, en 1973 et 1974, la législation concernant les pouvoirs des autorités monétaires est modifiée; et en 1977 est créé un marché secondaire des effets publics. Enfin en 1978, le système des doubles plafonds de réescompte (1), abandonné en 1977, est remis en place.

(1) Ce système consiste à n'accepter qu'une partie des effets réescomptables au taux officiel (Plafond A), le reste (Plafond B) devant être réescompté à un taux plus élevé.

3.1. Mise en place et retrait des mesures de contrôle quantitatif des liquidités.

- 1969 : Grâce au système de plafonds de réescompte et de visa (1), la BNB peut continger les possibilités de mobilisation des banques.
- 1970 : En plus des plafonds et visa, est introduite la procédure de certification (2).
- 1971 : Les banques ne sont plus autorisées à vendre, au marché officiel des changes, les devises empruntées par elles à l'étranger. Il leur est par ailleurs interdit d'octroyer des intérêts sur les nouveaux dépôts en francs belges des non résidents.
- 1972 : . Le 26 juillet, la BNB, la commission bancaire et les banques concluent un "gentlemen's agreement" sur la mise en place d'une réserve monétaire. Les banques sont tenues de constituer des réserves monétaires sur l'accroissement de leurs engagements en francs belges. Ces réserves sont stérilisées à la Banque Nationale. Par ailleurs, afin de maintenir leurs structures en effets et fonds publics, les banques sont tenues d'affecter 50 % au moins de l'accroissement de leur passif exigible en effets ou fonds publics ou assimilés.
- La mesure est prévue pour trois mois.
- . Le dispositif de réserve monétaire est étendu à tous les intermédiaires financiers et prorogé jusqu'au 28 février 1973.

-
- (1) La banque fixe des plafonds variables aux montants réescomptables. Ces plafonds sont déterminés d'après un pourcentage appliqué aux moyens d'action de chaque intermédiaire financier. Le visa est la marque de conformité de l'effet aux critères officiels d'admissibilité de la Banque en matière de réescompte.
- (2) La certification est une marque similaire au visa, à la différence que l'effet certifié ne bénéficie d'aucun engagement d'escompte de la part de la Banque. Celle-ci ne les prend en réescompte que si les effets entrent dans le plafond.
- (1) et (2) viennent de : Siaens A, O.C. ch XIV.

- 1973 : . A partir du 15 mars 1973, le dispositif de réserve monétaire est renforcé : hausse de la proportion des engagements supplémentaires des intermédiaires devant être mis en réserve, obligation de constituer des réserves sur les comptes en devises. Alors que la réserve sur les engagements des intermédiaires financiers s'élevait en décembre 1972 à 11,8 milliards de francs, elle atteint en décembre 1973, 31,4 milliards. De plus, dès novembre 1973, les intermédiaires financiers sont tenus de constituer une réserve sur les crédits qu'ils octroient. La réserve atteint son maximum en janvier 1974, 37 milliards, se stabilise à partir d'avril autour de 26 milliards et est supprimée en juillet 1975.
- . L'IBLC abaisse deux fois au cours de l'année la limite des engagements des banques en monnaies étrangères.
- 1974 : . Loi du 20 décembre 1974 accroissant les pouvoirs de l'IBLC et lui permettant par là de limiter les engagements des intermédiaires financiers en monnaies étrangères et les dépôts des résidents à l'étranger. Ces dispositions constituent un certain contrôle des changes.
- . Loi sur l'encadrement du crédit. La BNB fait, au cours de l'année 1974 et une partie de 1975, des recommandations aux intermédiaires financiers. Ces recommandations sont rendues obligatoires par Arrêtés de la Commission bancaire et Arrêtés Ministériels. Elles portent sur le respect des dispositions en matière de réserve monétaire.
- . Une partie de la réserve monétaire soit 6 milliards, doit être affectée à la souscription de certificats spéciaux de Trésorerie.
- . La procédure du visa concernant les effets réescomptables est supprimée.
- 1975 : . Le mécanisme de la réserve monétaire est progressivement assoupli puis supprimé (fin avril).
- . Le système du double plafond de réescompte est abandonné.
- 1978 : . Le système du double plafond est réintroduit.

3.2. Autres changements du cadre institutionnel.

- 1973 : . La BNB demande que son taux d'escompte soit désacralisé, à savoir que les taux débiteurs des intermédiaires financiers correspondent à l'état du marché c'est-à-dire soient flexibles par rapport au taux de la Banque.
- . Loi du 28 décembre 1973 fixant les responsabilités respectives des autorités monétaires. "Il incombe au gouvernement de déterminer la politique économique d'ensemble et partant les orientations de la politique monétaire qui en est un instrument essentiel. La Banque a le droit de proposer les mesures monétaires conformes aux objectifs de la politique économique et à l'équilibre monétaire interne et externe, par la régulation des flux financiers, en plus de ses pouvoirs relatifs à ses propres taux d'intérêt.
- Force de loi est rendue à ses recommandations et directives aux organismes financiers par les autorités de contrôle et de tutelle à la demande de la Banque" (voir Siaens A, ch. XIV).
- 1975 : . Loi déposée en 1974, votée en 1975 (30/06/75), renforçant la déspecialisation des intermédiaires financiers et le contrôle exercé sur eux par la Commission bancaire.
- Cette loi modifie la loi du 23 juin 1967 qui avait instauré la déspecialisation des intermédiaires financiers.
- En ce qui concerne les caisses d'épargne privées, l'organisme chargé de les contrôler n'est plus l'Office Central de la Petite Epargne (qui exerçait ce contrôle depuis décembre 1934) mais la Commission bancaire.
- En ce qui concerne les banques, la Banque Nationale fixe conjointement à la Commission bancaire, certains coefficients que doivent respecter les banques. Cette fixation de coefficients a pour objectif le contrôle de la solvabilité et de la liquidité des banques.
- 1977 : . Création d'un marché secondaire des effets publics. Cette création visait à accroître les possibilités de financement de l'Etat sans pour cela que ces possibilités soient illimitées. Le Conseil Supérieur des Finances avait proposé le Fonds des Rentes comme "teneur de marché". Mais de fait, c'est à l'IRG

que fut attribuée cette fonction.

1978 : . La loi du 14 avril 1978 :

Cette loi modifie les statuts de l'Institut de Réescompte et de Garantie : l'IRG peut faire toute opération de crédit, prêt, emprunt, en francs belges avec les intermédiaires financiers.

. La loi du 5 août 1978 :

- accepte le principe de l'introduction de la fonction bancaire dans le secteur public de crédit. Les opérations bancaires du secteur public devront s'opérer dans les mêmes conditions de concurrence que celles prévalant pour les banques privées.
- stipule que sur proposition du Ministre des Finances, le Roi nommera des délégués du gouvernement auprès des quatre plus grande banques de droit belge. Ces délégués assistent aux conseils d'administration en y faisant les observations relatives à l'intérêt général en matière de politique économique et financière du gouvernement.

. Arrêté Ministériel du 4 octobre 1978, portant approbation de l'Arrêté de la Commission Bancaire du 25 juillet 1978. Celui-ci réglemente la structure financière des caisses d'épargne privées : elles sont tenues de respecter des coefficients de solvabilité, des coefficients généraux de risques et des coefficients de limitation de risques individuels.

1980 : . Loi du 8 août 1980, sur l'introduction de la fonction bancaire dans le secteur public de crédit.

Le Ministre des Finances, sur avis de la Commission Bancaire, arrête les règles de gestion de la Caisse Générale d'Epargne et de Retraite afin qu'y soient satisfaites les conditions de liquidité, de solvabilité et de rentabilité. Pour ses activités bancaires, la CGER est contrôlée par la Commission bancaire et ne dispose pas de la garantie de l'Etat.

3.3. Synthèse de l'évolution du cadre institutionnel.

Une fois passée la période d'abondance des liquidités, les mesures de contrôle quantitatif de celles-ci ont été levées. C'est dire qu'elles ont constitué des modifications passagères et non durables de fonctionnement des marchés financiers. Tout au plus peut-on dire qu'elles ont

constitué un précédent.

Par ailleurs, dans leur forme et leurs modalités d'application, elles ont consisté en un compromis entre les autorités monétaires et les intermédiaires financiers. Selon la tradition belge la concertation a pris le pas sur la contrainte.

La loi sur les responsabilités respectives des autorités monétaires n'apporte pas de profondes modifications au contexte institutionnel; elle met plutôt à jour une législation qui n'avait pas été modifiée depuis 1935.

Enfin la loi de 1974 renforçant la déspecialisation des intermédiaires financiers et leur contrôle par la Commission bancaire consiste en fait en une accentuation de la déspecialisation de 1967.

Par contre la création du marché secondaire des effets publics en 1977 apparait plus intéressante dans la mesure où ce n'est pas le Fonds des Rentes qui est chargé de "tenir" le marché, ce qui était la proposition du Conseil Supérieur des Finances, mais bien l'IRG. Or il faut savoir que le Fonds des Rentes est contrôlé conjointement par le Ministère des Finances et la Banque Nationale, alors que l'IRG est contrôlé par les banques.

Quant à l'octroi à la CGER du droit d'effectuer des opérations bancaires, il renvoie d'une part aux tentatives, toujours à recommencer, qu'effectuent les Pouvoirs Publics pour se garantir un accès plus aisé au crédit; il renvoie d'autre part à une sorte de droit de veto des intermédiaires financiers sur les modifications apportées au cadre institutionnel financier du pays : la controverse principale qui a marqué l'élaboration de cette loi était la question de la garantie de l'Etat sur les opérations bancaires de la CGER. En fin de compte cette garantie ne lui a pas été accordée vu qu'elle aurait impliqué-au dire des banques-une concurrence déloyale vis-à-vis de ces dernières.

Conclusions

La vigueur de l'inflation en 1974 (par rapport à nos voisins allemands et néerlandais) et la rigueur de la déflation à partir de 1978 renvoient semble-t-il à une faiblesse du pouvoir politique dans le sens suivant : en Belgique le domaine de la politique économique n'est pas ou peu un espace public au sens où les conflits, contradictions entre groupes de pression, entre institutions s'y expliciteraient et s'y résolveraient. Il n'y a que des compromis insatisfaisants pour les agents qui s'y résignent et, plus important, ces compromis tiennent peu compte de perspectives et d'objectifs d'ordre macrosocial. Si les positions et les interactions des agents ont bien des conséquences macrosociales, celles-ci résultent plus d'une agrégation des perspectives propres des agents dominants que de l'intégration de ces perspectives dans le projet social cohérent qu'élaborerait une couche dirigeante. Cette déficience d'intégration favorise le caractère mouvant des alliances entre agents et privilégie les modes de régulation apparemment strictement économiques, techniques, voire neutres aux conflits sociaux : l'inflation en phase de revendication des groupes sociaux, la déflation en phase de repli des mouvements sociaux.

L'analyse qui a été faite des marchés financiers belges durant la décennie 1970 permet de cerner les logiques particulières des différents agents :

la Banque Nationale a trouvé dans la lutte contre l'inflation l'occasion d'exercer un pouvoir. Ce pouvoir est assez limité jusqu'en 1975, plus réel après : la politique de déflation menée au nom de la "défense du franc" pèse d'un poids certain sur l'ensemble de l'économie.

Elle permet à la BNB d'exercer des pressions à la rationalisation industrielle et un certain pouvoir de contrôle sur les revenus et sur le déficit budgétaire.

Les banques sont parvenues à contenir les velléités de contrôle des liquidités par la BNB jusqu'en 1974.

Si elles sont gênées par le "laxisme" budgétaire, ce n'est pas tant à priori d'un point de vue macroéconomique, mais plutôt en raison des conséquences que cela entraîne sur leur activité même. Un raisonnement

identique peut s'appliquer à leurs inquiétudes (en 1980) à propos du niveau élevé des taux d'intérêt. Enfin elles ont réussi à contenir les tentatives de l'Etat d'acquiescer plus d'autonomie financière (marché secondaire des effets publics et opérations bancaires de la CGER). Les pouvoirs Publics, quant à eux, sont pris entre leur volonté affirmée de lutte contre l'inflation et la nécessité de financer des déficits budgétaires de plus en plus larges. Leurs besoins financiers se heurtent aux réticences de la BNB à faire de la création monétaire d'une part, aux conditions de marchés financiers (national et international) de plus en plus tendus d'autre part.

Etant donné les perspectives propres des différents agents et leurs capacités respectives de peser sur le fonctionnement et l'organisation du marché financier, l'éventail des modalités de régulation monétaire s'avère restreint :

Soit l'inflation accompagnée d'une dévaluation ou d'une dépréciation de la parité monétaire dans une phase de revendication sociale;
Soit la déflation corrélative à la stabilité voire la surévaluation de la parité monétaire en phase de récession.

En Belgique, dès 1975 est amorcé le choix en faveur d'une déflation.

J'avancerais quelques réflexions sur l'adéquation de cette politique aux intérêts de différents agents :

1. Pour l'Etat en tant qu'agent économique, cette politique est défavorable dans la mesure où elle tend à accroître ses dépenses (chômage, aides diverses aux entreprises en difficulté) et à réduire ses recettes : le ralentissement de l'activité réduit les recettes fiscales indirectes; les faillites et le chômage réduisent les recettes fiscales directes. Il en résulte un élargissement du déficit budgétaire et l'accroissement des charges d'intérêt liées à celui-ci.
2. En ce qui concerne les entreprises, l'impact négatif de la politique déflationniste sur leurs marges bénéficiaires doit être différencié selon qu'il s'agit d'entreprises orientées principalement vers le marché extérieur ou le marché intérieur. La politique déflationniste a été menée à partir d'une surévaluation du franc, avec cependant des déficits budgétaires croissants. La surévaluation du franc a pesé sur

les prix de vente et les marges bénéficiaires des entreprises orientées vers le marché extérieur. En moyenne celles-ci ont cependant bénéficié de la reprise internationale de 1979. Les déficits budgétaires ont limité l'impact de la déflation sur les entreprises orientées vers le marché intérieur jusqu'en 1979. A partir de 1980 l'ensemble des entreprises subit les effets de la déflation.

3. Les intermédiaires financiers :

Les évolutions financières tendent à montrer que la politique déflationnaire n'a contribué que récemment à la dégradation de leur situation. Si de 1975 à 1979 des tensions financières se sont manifestées (taux d'intérêt à court terme supérieurs aux taux à long terme), elles n'ont cependant pas perduré. L'ajustement des taux débiteurs aux conditions de marché, couplé à la fixation cartellisée des taux créditeurs et à la progression soutenue des crédits (tant au secteur privé qu'au secteur public), a permis le maintien d'une rentabilité supérieure à celle de la moyenne des entreprises.

A partir de 1980 le ralentissement de la progression des crédits a été associé à une hausse considérable du coût des ressources des intermédiaires financiers et à des risques croissants d'insolvabilité des débiteurs.

La recession et les perspectives peu favorables de 1981 ne permettent pas d'entrevoir un relâchement de la tension financière et des risques qu'elle fait peser sur les intermédiaires financiers.

Ces réflexions sur l'adéquation de la surévaluation/déflation aux intérêts des différents agents intervenant sur les marchés monétaires ne permettent pas d'expliquer le maintien du consensus sur cette politique jusqu'en 1979 et son effritement à partir de 1980. Au contraire, elles induisent la question :

pourquoi le franc belge n'a-t-il pas encore été dévalué ? Pour répondre à celle-ci, d'autres éléments doivent être pris en considération :

Dans la mesure où les rapports de force socio-politiques ne permettaient pas avant la fin 1980, d'envisager la mise en place d'une politique de revenus et la réduction du déficit budgétaire, la politique de "défense" du franc était le seul outil de régulation du système économique. La relative faiblesse de l'Etat comme appareil de régulation-caractéristique plutôt structurelle de l'Etat belge-favorise donc la prééminence de la régulation monétaire des contradictions sociales. D'une part, en tant que telle, cette régulation se présente comme technique, neutre, au-delà des enjeux sociaux. Par ailleurs, elle est le fait d'un organisme, la Banque Nationale, qui dispose institutionnellement d'une certaine autonomie par rapport au "jeu" socio-politique au sein de l'Etat. Ces éléments accroissent l'acceptabilité et l'efficacité de la régulation monétaire comme substitut à une régulation politique explicite. Dès lors le système financier constitue un lieu privilégié de meta-pouvoir; la BNB et les banques y exerçant le plus largement le pouvoir, leurs logiques propres tendent à s'imposer à l'ensemble de l'économie. Cette situation était acceptée par les différents agents-malgré certaines réticences spécifiques-en raison de deux ordres de phénomènes : d'abord, 1978 est une année de reprise de la conjoncture internationale. Dès lors les effets négatifs de la politique déflatoire étaient compensés par une relative reprise de la croissance. Ensuite, la crise était en général plus perçue comme conjoncturelle que structurelle.

A partir de 1980 des changements affectent les différents éléments qui sous-tendaient le consensus sur la politique monétaire :

- La reprise des années 1978 et 1979 a fait place à une récession. Dès lors les compensations aux effets néfastes de la déflation tendent à disparaître.
- Les tensions liées à la déflation et à la récession s'aiguisent : perspectives d'approfondissement du déficit des finances publiques et de celui des opérations extérieures, niveau élevé des taux d'intérêt qui pèse de plus en plus lourd sur la structure financière des entreprises, effets de l'évolution des taux d'intérêt sur la rentabilité bancaire, faillites et chômage tendant à renforcer la spirale déflatoire.

Par ailleurs, il apparaît que les mesures de politique économique prises dans le cadre de la politique déflatoire (mise en place d'une modération des revenus en décembre 1980 et janvier 1981, et de mesures de restrictions budgétaires en mars 1981) sont d'une ampleur trop réduite pour que la déflation soit efficace.

Dès lors, la faible portée de ces mesures et le changement des conditions qui sous-tendaient le consensus sur la politique monétaire, indiquent qu'à terme, la poursuite de la régulation déflatoire du système socio-économique mène à une impasse.

Cependant, dans le chef des couches dominantes, ce type de régulation a encore une fonction à assurer avant que la situation de l'économie belge ne devienne tout à fait critique: au nom de la défense du franc et par les tensions financières provoquées, doublées de la pression qu'exerce le marché des changes, forcer certains agents, principalement les forces politiques de gauche et les organisations syndicales à accepter des modifications des règles du jeu: suppression ou modification de l'indexation des salaires et traitements, mesures budgétaires et fiscales, remise en cause du système de sécurité sociale.

Autrement dit, la défense du franc et la politique monétaire restrictive qui en résulte sont supposées aptes à forcer certains agents à porter le poids des ajustements économiques.

L'histoire économique de l'entre-deux-guerres a cependant montré l'inaptitude intrinsèque des politiques de déflation à opérer de façon socialement acceptable - les ajustements économiques, par ailleurs nécessaires.

Jusqu'à présent, la pression déflatoire menée depuis 1975 en Belgique ne paraît pas s'être montrée plus efficace - en termes d'ajustements - que les expériences similaires d'il y a un demi siècle.

L'évolution future de la politique économique en général et de la politique monétaire en particulier sera fonction de l'influence relative de plusieurs facteurs:

- l'opiniâtreté des tenants de la pression déflatoire;

- la résistance des organisations syndicales à la remise en cause d'acquis sociaux,et les luttes menées contre la dégradation de l'emploi;
- le degré d'inflation nécessaire à relâcher les tensions financières qui risquent à terme d'entraîner une crise financière;
- la capacité du gouvernement de proposer et de faire accepter un consensus permettant de contrôler l'inflation;
- une éventuelle harmonisation des politiques économiques au sein de la CEE,stimulant une reprise internationale.

Ces développements montrent assez - me semble-t-il - que les débats autour de la parité du franc dépassent de loin le domaine de la politique monétaire et renvoient directement aux enjeux plus vastes de la politique économique et sociale.

Le 7 mai 1981.

Table 1 : Parts de marché des différents types d'intermédiaires financiers

a. parts des dépôts, obligations et bons de caisse (%) (fin période)

	Banques	Caisses d'épargne privées	Institutions publiques de crédit
1965	36.1	11.8	52.1
1970	38.0	12.8	49.2
1975	40.1	14.4	45.5
1979	40.1	14.8	45.1

b. parts des crédits aux entreprises et particuliers belges (%) (fin période)

	Banques	Caisses d'épargne privées	Institutions publiques de crédit
1965	32.6	12.3	55.1
1970	35.9	12.5	53.4
1975	40.4	14.2	45.4
1979	42.4	14.3	43.3

Source : Associations belge des Banques, rapport 1980, p. 49.

Table II: Masse monétaire et liquidités quasi monétaires

	M_1	L.Q.M.	M_3	$\frac{\Delta M_1}{M_1}$	$\frac{\Delta L.Q.M.}{L.Q.M.}$	$\frac{\Delta M_3}{M_3}$
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)	(6)
1969	353.7	206.4	560.1	—	—	—
1970	378.2	229.8	608	6.9	11.3	8.5
1971	$\begin{cases} 416.1(\text{anc. série}) \\ 420.4(\text{nvlle série}) \end{cases}$	270.5	$\begin{cases} 686.6 \\ 690.9 \end{cases}$	10.0	17.7	12.9
1972	484.5	319.7	804.2	15.3	18.2	16.4
1973	520.4	397.1	917.5	7.4	24.2	14.1
1974	552.9	447.5	1000.4	6.2	12.7	9.0
1975	640.3	515.4	1155.7	15.8	15.2	15.5
1976	684.1	624.5	1308.6	6.8	21.2	13.2
1977	741.5	700.6	1442.1	9.5	12.2	10.2
1978	784.9	778.7	1563.6	5.9	11.1	8.4
1979	804.7	875.1	1679.8	2.5	12.4	7.4
1980	-	-	-	1.4	10.7	6.2

(1),(2),(3) : milliards de francs, fin de période.

(4),(5),(6) : taux de croissance en % par rapport à l'année précédente

M_1 : monnaie fiduciaire + monnaie scripturale

stock monétaire auprès des organismes principalement monétaires

LQM : autres engagements des organismes

"

"

envers les entreprises et particuliers

cad . dépôts en francs belges à un an au plus

," " " " à plus d'un an, bons de caisses et obligations

. dépôts en monnaies étrangères à un an au plus

Pour 1980 les pourcentages concernent la période sept.1979-sept.1980.

Source : Bulletin de la Banque Nationale de Belgique.

Tableau XIII, 1.

Table III: Formation d'actifs financiers par les particuliers ¹

FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS ¹

	A plus d'un an			A un an ou plus					Divers ²	Total général	Total général en pourcentages des fonds disponible
	En monnaies étrangères	Dep. francs belges	Total	En francs belges							
				Total	dont :						
					Dépôts à terme	Dépôts en compte ou livrets ordinaires	Epargnes monétaires				
(milliards de francs)											
1971	+ 33	+ 64	+ 97	+ 156	- 3	+ 88	+ 65	+ 154	- 8	+ 262	18,5
1972	+ 26	+ 82	+ 108	+ 136	+ 26	+ 70	+ 32	+ 139	- 23	+ 224	19,9
1973	+ 14	+ 96	+ 110	+ 157	+ 64	+ 51	+ 34	+ 165	- 19	+ 256	16,2
1974	+ 32	+ 113	+ 145	+ 230	- 10	+ 137	+ 92	+ 232	- 10	+ 367	15,6
1975	+ 14	+ 151	+ 165	+ 193	+ 50	+ 106	+ 37	+ 195	- 5	+ 355	19,9
1976	+ 17	+ 223	+ 240	+ 193	+ 10	+ 103	+ 73	+ 208	- 10	+ 438	16,8
1977	+ 20	+ 169	+ 189	+ 200	+ 26	+ 106	+ 48	+ 209	- 6	+ 392	19,3
1978	+ 11	+ 207	+ 218	+ 152	+ 58	+ 72	+ 27	+ 172	+ 1	+ 391	16,3
1979	+ 12	+ 188	+ 200	+ 40	+ 43	+ 23	- 22	+ 51	+ 55	+ 306	15,2
1979 10 premiers mois	+ 13	+ 227	+ 240	+ 7	+ 119	- 71	- 29	+ 35	+ 68	+ 343	
1980 10 premiers mois	p										

¹ Par actifs financiers des particuliers, on entend essentiellement : les actifs financiers des entreprises et particuliers repris au tableau XV.2 du Bulletin de la Banque Nationale de Belgique, à l'exception des gros dépôts de 5 millions ou plus et des dépôts en monnaies étrangères auprès des banques belges, des investissements directs à l'étranger, des créances commerciales nettes sur l'étranger et de la partie des dépôts à l'étranger dont on sait qu'elle a été constituée par des sociétés; les divers actifs financiers ainsi créés sont compris dans les autres.
² La ventilation suivante s'applique à l'ensemble des actifs financiers, ainsi que du montant qui est obtenu en déduisant de leurs créances les dettes des intermédiaires financiers, qui sont reprises comme actifs financiers aux colonnes (1) à (7) du tableau XV.2 du Bulletin de la Banque Nationale de Belgique.

Période	Montants à fin de période 1			Variations				Variations		
	B.N.B. 2	Autres organ. principales	Total	Avoirs extérieurs nets après ajustement statistique			Opérations en capital	Reductions en dehors des organ. principales	Opérations avec l'étranger (solde constant)	Différence entre les soldes de la balance des paiements (col. (11) et col. (10))
				B.N.B. 3	Autres organ. principales	Total				
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9) = (7) - (8)	(10)
1930	143,4	-32,3	104,8	+44,4	-3,6	+7,8	-0,5	+4,8	+13,5	+7,4
1931	164,5	-32,6	132,5	+17,5	+6,4	+12,5	-11,2	+3,0	+12,4	-0,5
1932	194,3	-45,6	148,7	+86,4	-13,6	+12,8	-10,6	+0,8	+22,6	+7,7
1933	219,1	-67,2	151,9	+35,5	-21,4	+14,1	-4,6	-1,0	+19,7	+19,2
1934 9	223,8	-96,3	132,5	+8,1	-26,4	-18,3	-3,7	-5,9	-8,7	+42,9
1935	232,4	-92,9	139,5	+18,5	+3,5	+22,0	-3,6	-0,7	+26,3	+2,4
1936	231,8	-86,3	145,5	-22,7	+4,7	-18,0	+8,2	-2,7	-23,5	+12,6
1937	230,9	-103,1	122,8	-2,3	-18,8	-21,1	-6,0	-9,2	-5,9	+13,2
1938	221,7	-145,9	75,8	-10,2	-27,9	-38,1	+23,7	+1,4	-63,2	+8,3
1939	232,2	-265,7	p-33,5	-35,1	p-125,6	p-160,7	+15,3	-7,8	p-168,2	p-155,9

1 Une ventilation des avoirs extérieurs nets par principaux types de créances et d'engagements est donnée au tableau XIII-2.

2 Cf. tableau XIII-3, colonne (9), en tenant compte des avoirs et engagements des établissements financiers belges.

3 Cf. tableau XIII-3, colonne (12), et notamment la note 5, en tenant compte des avoirs et engagements éventuels sur ou envers la Grand-Duché de Luxembourg.

4 Les données relatives aux avoirs et engagements des établissements financiers de la République fédérale d'Allemagne sont basées sur les données administratives.

5 Crédits mobiliers auprès des banques belges.

6 Ce sont les chiffres de cette colonne, calculés comme le montre le présent tableau qui sont repris à la colonne (6) du tableau XIII-3.

7 Cf. tableau XIII-3, colonne (10), en tenant compte des avoirs et engagements monétaires des avoirs extérieurs nets des organismes principalement monétaires de l'U.E.B.L. valant des variations des avoirs et engage-

ments nets des banques luxembourgeoises vis-à-vis des pays autres que la Belgique et des institutions internationales établies en U.E.B.L. (les variations sont comprises dans la colonne (11), mais non dans la colonne (10)).

8 Cf. tableau XIII-3, colonne (11), en tenant compte des avoirs et engagements des établissements financiers belges vis-à-vis des résidents luxembourgeois.

9 Cf. tableau XIII-3, colonne (11), en tenant compte des avoirs et engagements des établissements financiers belges vis-à-vis des résidents luxembourgeois.

10 Cf. tableau XIII-3, colonne (11), en tenant compte des avoirs et engagements des établissements financiers belges vis-à-vis des résidents luxembourgeois.

11 Cf. tableau XIII-3, colonne (11), en tenant compte des avoirs et engagements des établissements financiers belges vis-à-vis des résidents luxembourgeois.

12 Cf. tableau XIII-3, colonne (11), en tenant compte des avoirs et engagements des établissements financiers belges vis-à-vis des résidents luxembourgeois.

13 Cf. tableau XIII-3, colonne (11), en tenant compte des avoirs et engagements des établissements financiers belges vis-à-vis des résidents luxembourgeois.

Source: Bulletin de la Banque Nationale de Belgique, Tableau XIII 5a.

Table V : Rentabilité des entreprises

A. Estimations de la rentabilité des entreprises. rentabilité des fonds propres, en %.				
	total de l'échantillon		échantillon d'entreprises industrielles	
	Brut	Net	Brut	Net
1970	19.4	8.1	22.5	7.6
1971	17.8	6.8	19.6	5.9
1972	18.7	7.3	21.4	6.6
1973	23.3	9.3	27.5	9.1
1974	23.6	8.1	29.7	8.7
1975	17.0	3.7	16.4	- 0.3
1976	18.9	5.5	18.7	3.0
1977	17.1	2.7	14.6	- 2.6
1978	19.5 (a)	5.5 (a)	17.4 (b)	- 1.1 (b)
1979	24.4 (a)	8.1 (a)	25.8 (b)	4.8 (b)

(a) 109 entreprises, Banque de données Kredietbank.

(b) 48 entreprises, Banque de données Kredietbank.

Source : Bulletin hebdomadaire Kredietbank, n° 35, 1980.

B. Epargne nette des entreprises Bénéfices réservés des entreprises : milliards de francs	
1970 : 31.2	1975 : 7.7
1971 : 25.3	1976 : 14.2
1972 : 34.6	1977 : 11.1
1973 : 47.2	1978 : 25.9
1974 : 37.1	1979 : 29.2

Source : INS, comptes nationaux.

(milliards de francs)

+ 5.7[illegible]

Source : Bulletin de la Banque Nationale de Belgique, Tableau XIII 8.

Table VII:

CONTREPARTIES DE LA PENURIE DE FONDS
SUR LE MARCHE FINANCIER BELGE

(variations en milliards de francs)

	Engage- ments en monnaies étran- gères du secteur publie 1	Recours direct et indirect du Trésor à la Banque Nationale de Belgique 2	Avances de la Banque Nationale de Bel- gique au Fonds de Rentes pour l' Enance- ment de son por- feuille de fonds publies	Autre financement des intermédiaires financiers par la Banque Nationale de Belgique			Total général
				Rés. compt- d'effets commer- ciaux	Avances, y compris les avan- ces au Fonds des Rentes pour le finance- ment des intervent- ions sur le marché de l'argent au jour le jour (e)	Total (f) = (d) + (e)	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g) = (a) + (b) + (c) + (f)
1971	- 7	- 36	...	+ 7	...	+ 7	- 36
1972	- 6	- 16	...	+19	+ 1	+ 20	- 2
1973	- 1	- 7	...	+ 8	+ 1	+ 9	+ 1
1974	+ 1	+ 3	...	- 7	- 2	- 9	- 5
1975	...	+ 1	...	- 9	...	- 9	- 8
1976	+ 1	+ 16	...	+24	...	+ 24	+ 41
1977	+ 3	+ 15	+ 7	+14	...	+ 14	+ 39
1978	...	+ 25	+ 7	+18	+ 3	+ 21	+ 53
1979	+ 29	+ 79	+ 9	+ 2	- 3	- 1	+116
1978 10 premiers mois ..	...	+ 30	- 2	+17	+ 3	+ 20	+ 48
1979 10 premiers mois ..	+ 18	+ 70	...	- 5	- 3	- 8	+ 80

1 Autre que le Trésor.

2 Cf. tableau 6, quatrième colonne.

Source: Banque Nationale de Belgique, Rapport annuel 1979, p. 76.

**BESOINS BRUTS DE FINANCEMENT DES PARTICULIERS, DES SOCIÉTÉS
ET DES POUVOIRS PUBLICS ET ÉLÉMENTS DE COUVERTURE**
(milliards de francs)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1979 10 premiers mois	1980
1. Besoins bruts de financement :										
2.1 Augmentation des engagements des particuliers, des sociétés et des pouvoirs publics ¹	214	239	265	350	441	468	496	583	467*	530*
1.2 Augmentation des crédits pour le financement des délais de paiement à l'exportation	7	5	14	5	1	16	9	17	10	2
1.3 (= 1.1 + 1.2) Total	221	244	279	355	442	484	505	600	477	532
2. Éléments de couverture :										
Fonds disponibles sur le marché intérieur :										
2.1.1 Formation d'actifs financiers par les particuliers et les sociétés ²	273	277	285	361	441	444	441	459	375	366
moins :										
2.1.2 Formation d'actifs financiers en d'autres monnaies que le franc	(38)	(10)	(6)	(27)	(31)	(11)	(28)	(69)	(52)	(42)
2.1.3 Augmentation des billets de banque détenus par les particuliers	(19)	(16)	(17)	(33)	(16)	(28)	(21)	(9)	(1)	(7)
2.1.4 Augmentation des avoirs bloqués (réserve monétaire) et livres des intermédiaires financiers auprès de la Banque Nationale de Belgique	(14)	(22)	(12)	(21)	(2)	(...)	(4)	(3)	(1)	(4)
2.1 (= 2.1.1 + 2.1.2 + 2.1.3 + 2.1.4) Solde disponible	902	921	271	392	392	405	388	378	325	335
2.2 Importations de capitaux autres que celles mentionnées sub 2.1.3	35	26	35	65	24	71	78	100	70	91
2.3 Ajustement statistique	14	4	22	24	15	32	14	6	17	147
2.4 (= 2.1 + 2.3) Total	223	243	284	363	401	444	452	484	306	440
Autres :										
2.5 Importations de capitaux en monnaies étrangères par le secteur public ⁴ :										
2.5.1 Trésor	14	3	2	1	1	1	11	42	38	84
2.5.2 Autres ⁵	6	1	1	...	1	3	...	29	19	48
2.53 (= 2.51 + 2.52) Total	20	4	1	1	...	2	11	71	57	132
2.6 Augmentation du recours intérieur à la Banque Nationale de Belgique	18	5	4	7	41	38	42	45	24	40
3. (= 1.3 - 2.4 = 2.53 + 2.6) Pénurie de fonds sur le marché financier	2	1	5	8	41	40	53	116	81	92

1 Données annuelles : somme des totaux généraux des tableaux 4 et 6 et des quatre premières colonnes (avec signes inversés) du tableau 7.

2 Somme des totaux généraux des tableaux 3 et 5. Cf. Annexe 6, tableau 11.

3 Somme des variations des engagements bruts des sociétés envers l'étranger et en monnaies étrangères envers la Belgique et l'étranger des intermédiaires financiers et des particuliers envers la Belgique et l'étranger.

4 Directement de l'étranger aussi bien qu'à l'intervention d'intermédiaires financiers privés.

5 Ensemble des pouvoirs publics autres que le Trésor, organismes publics d'exploitation et institutions publiques de crédit.

6 À l'exclusion de la sécurité sociale.

7 Y compris la sécurité sociale.

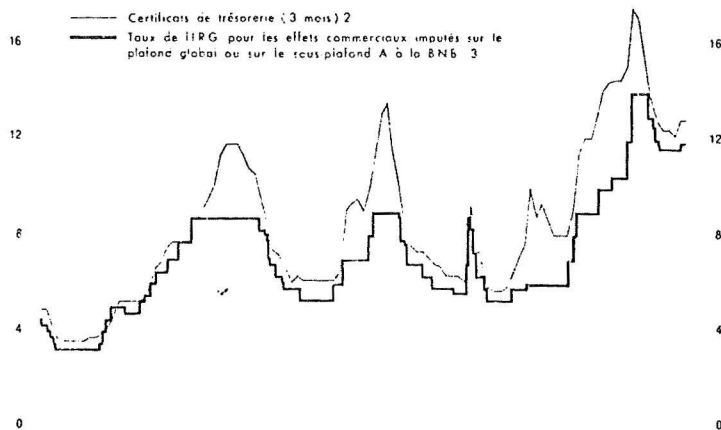
Source: Banque Nationale de Belgique, Rapport annuel 1980, p.72.

Table VIII:

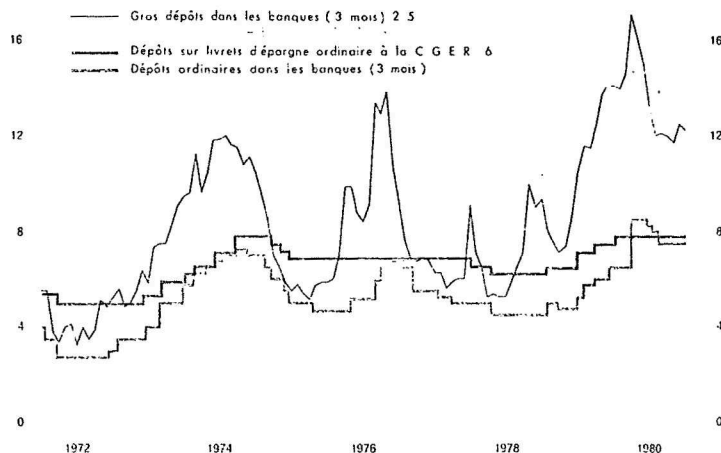
TAUX A COURT TERME

(pour cent)

TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE 1



TAUX CREDITEURS 4



1 Cf. Annexe 6, tableau 19.

2 Taux en vigueur à la fin du mois.

3 Du 23 octobre 1973 au 1er janvier 1976, du 30 janvier 1976 au 9 mars 1978, du 17 au 23 mars 1978, du 12 octobre 1978 au 12 juin 1980, du 21 juin au 17 juillet 1980 et du 1er août au 30 novembre 1980 : 120 jours d'échéance et moins. Du 24 mars au 11 octobre 1978 et du 13 au 23 juin 1980 : de 31 à 120 jours d'échéance. A partir du 1er décembre 1980 : effets échéant après le 31 décembre 1980 et n'ayant plus que maximum 120 jours à courir. Pour les autres périodes : de 61 à 120 jours d'échéance.

4 Taux avant retenu fiscal à la source. Cf. Annexe 6, tableau 20.

5 Taux indicatifs pour les dépôts de 5 à 50 millions.

6 Y compris la prime de fidélité, mais non compris les primes sur les accroissements de dépôts accordées à partir du 1er avril 1980. Taux brut fictif : du fait qu'à concurrence de 30.000 francs par an, les revenus des dépôts sur livrets d'épargne ordinaires sont actuellement exonérés d'impôts, leur taux effectif n'est pas comparable aux autres taux ; le taux brut fictif fournit une base de comparaison valable dans le cas du particulier qui n'acquiesce, sur les revenus de ses autres placements, ni plus ni moins que l'impôt retenu à la source.

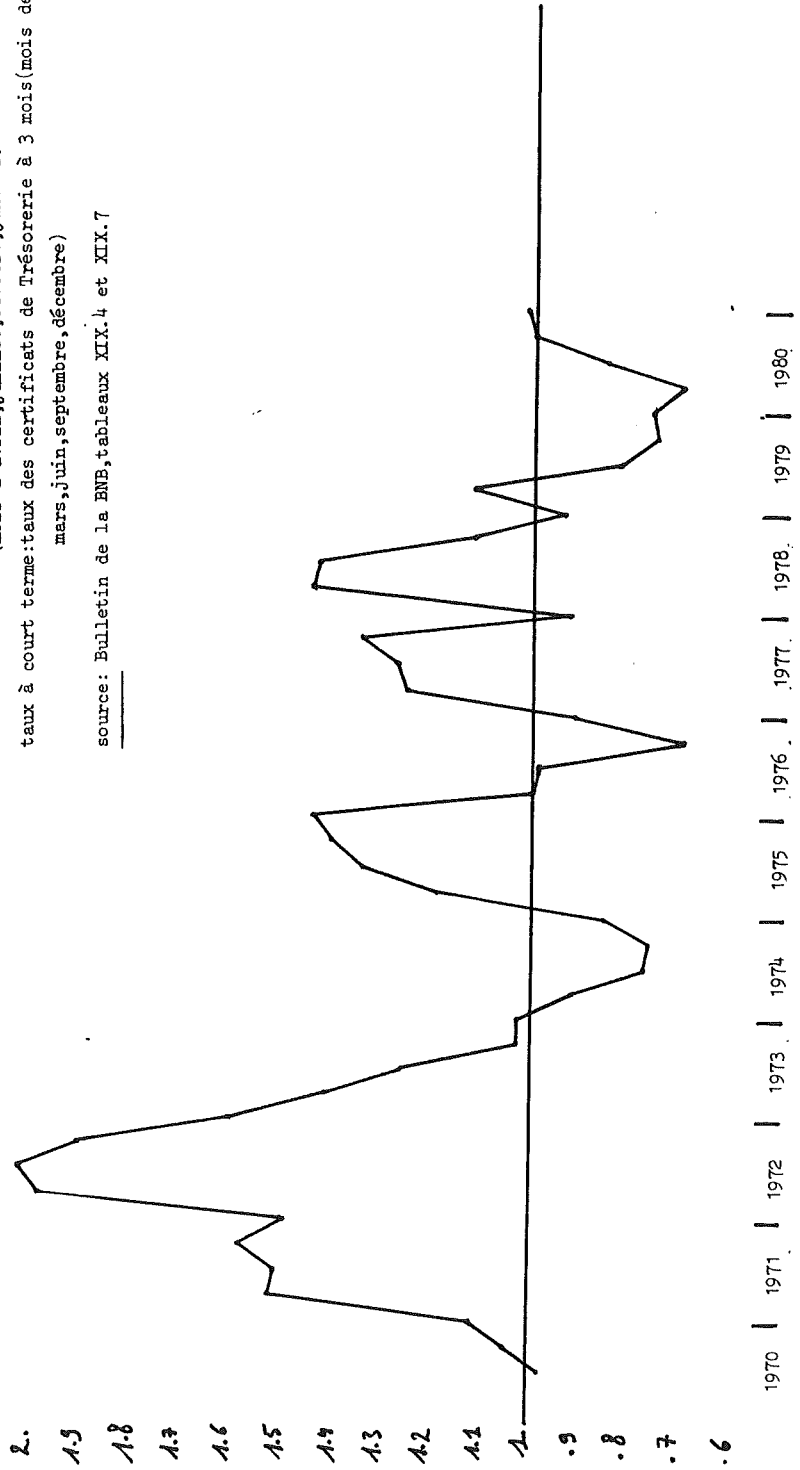
Table IX

	Taux d'intérêt moyen des dépôts à trois mois			Taux annuel moyen d'inflation			Taux d'intérêt "réels"		
	78	79	80 (3 premiers mois)	78	79	80 (prévisions)	78	79	80
Belgique	9.25	10.9	15.6	4.5	4.5	6.8	4.5	6.1	8.8
Allemagne	3.7	6.9	9.6	2.6	4.3	5.5	1.1	2.6	4.1
Danemark	15.4	12.5	15.8	10.0	9.6	12.0	5.4	2.9	3.8
France	6.44	9.8	13.2	9.3	10.6	13.0	- 2.9	- 0.8	0.2
Irlande	13.0	16.5	18.5	7.6	13.3	19.0	5.4	3.2	- 0.5
Pays-Bas	10.5	9.6	11.8	4.1	4.2	6.0	6.4	5.4	5.8
Italie	12.5	13.8	18.0	12.1	14.8	20.0	0.4	- 1.	- 2.0
R.U.	11.37	12.3	17.7	8.3	13.4	19.0	3.	- 1.	- 1.3

Source : Bulletin hebdomadaire Kredietbank, n° 27, 4/7/80.

Table X: Rapport entre taux d'intérêt à long terme et taux à court terme

taux à long terme:taux de rendement des fonds d'Etat à plus de 5 ans,
(cotés à la bourse de Bruxelles (avant retenue fiscale)
(mois d'avril, juillet, octobre, janvier)
taux à court terme:taux des certificats de Trésorerie à 3 mois (mois de
mars, juin, septembre, décembre)
source: Bulletin de la BNB, tableaux XIX.4 et XIX.7



Références bibliographiques

- . Association Belge des Banques : Rapports annuels.
- . Banque Bruxelles Lambert : Bulletin financier n° 12 du 4/4/1980.
- . Banque Nationale de Belgique : Rapports annuels.
- . Banque Nationale de Belgique : Bulletin mensuel.
- . La Banque Nationale de Belgique et les banques. Numéro spécial de La Revue Nouvelle, février 1980.
- . Beauvois R. : Une autre politique de change, remède au chômage ?
Le Soir, 17-18/9/1978.
- . Claes W. : Pas question d'une dévaluation même minime du franc.
Le Soir, 19/9/1978.
- . Commission bancaire : Rapports annuels.
- . De Grauwe P. : Symptomen van een overgewaardeerde munt. De Belgisch frank gedurende de tweede helft der zeventiger jaren.
Tijdschrift voor Economie en Management, n 3, 1980,
p. 315.
- . Dupriez LH : Les réformes monétaires en Belgique. Bruxelles 1978.
- . Fabrimétal : Revue mensuelle de la Fédération des industries des fabrications métalliques.
- . Kervyn A et Clavijo F. : Anemone, a Monetary Model for Belgium.
Recherches Economiques de Louvain, n°4,
1974, p. 315.
- . Kirschen E.S. : Chômage, taux de change et inflation. Le Soir,
16/9/1978.
- . Kredietbank : Bulletin hebdomadaire, n°35 du 26/9/1980.
- . Ministère des Finances : Bulletin de Documentation (mensuel).
- . Reuss C : La politique d'escompte de la Banque Nationale de Belgique.
Revue de la Banque, n° 8, 1974, p. 830.
Les restrictions quantitatives du crédit qui ont été appliquées en Belgique du point de vue des banques. Revue de la Banque, n° 7, 1975, p. 651.
- . Siaens A : Monnaie et Finance, chapitre XIV.
A. De Boeck, Bruxelles 1981.
- . Tendances. Numéros du 22 octobre et du 8 décembre 1980.
- . Trends. Numéros du 15 octobre et du 1 décembre 1980.