

REVUE ECONOMIQUE



Mai 1996

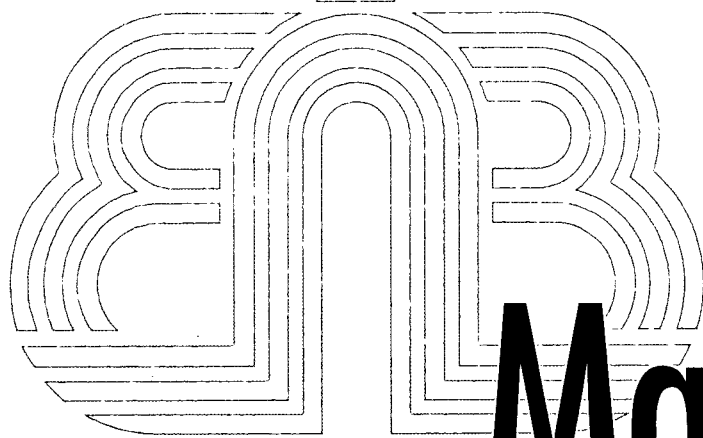
2^e Année

Banque Nationale de Belgique



REVUE ECONOMIQUE

Banque Nationale de Belgique



Mai 1996

2^e Année

SOMMAIRE

BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL EN 1995	5
POSITION EXTERIEURE NETTE DE LA BELGIQUE DE 1981 A 1994	37
VOLUME ET STRUCTURE DU MARCHE DES CHANGES EN BELGIQUE	55
COMMUNICATIONS	73

BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL EN 1995

PARTIE 1 : NOUVELLE PRÉSENTATION DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

1. INTRODUCTION

L'économie belge est caractérisée par un grand degré d'ouverture. Il est dès lors primordial pour les autorités politiques, économiques et monétaires d'appréhender avec précision les relations avec l'étranger. La balance des paiements, qui reflète toutes les transactions économiques — tant réelles que financières — entre les résidents et les non-résidents, représente donc un outil d'analyse précieux pour les décideurs. Comme la Belgique forme une union économique avec le Luxembourg, lequel a associé sa monnaie au franc belge, une balance des paiements commune est établie pour l'UEBL, l'Union économique belgo-luxembourgeoise.

Depuis 1948, cette balance des paiements était élaborée sur la base des données collectées par l'Institut belgo-luxembourgeois du change (IBLC) dans le cadre de la surveillance du respect de la réglementation des changes. A la suite de l'abrogation des dernières dispositions de cette réglementation, la déclaration à l'IBLC des paiements avec l'étranger a perdu sa raison première. La description des tâches de l'Institut a dès lors été adaptée par la loi du 2 janvier 1991 : celui-ci remplit désormais une mission statistique, à savoir la collecte et le traitement des données nécessaires à l'établissement de la balance des paiements. Comme les exigences posées au système de collecte des données sont, dans le nouveau contexte, moins lourdes que pour le contrôle des changes, la charge de rapport des parties concernées a pu être considérablement allégée. Il en a résulté un nouveau système, entré en vigueur le 1^{er} janvier 1995. Cette occasion a été mise à profit pour appliquer les directives méthodologiques de la cinquième édition du Manuel de la balance des paiements du Fonds Monétaire International (FMI), parue en 1993, dans la mesure où le matériel statistique nécessaire à cet effet était

disponible. Cette nouvelle édition contient de nombreuses modifications de la méthodologie de la balance des paiements par rapport à la quatrième édition, qui date de 1977. Les principales nouveautés seront détaillées plus loin.

2. NOUVEAU SYSTÈME DE COLLECTE DES DONNÉES

Les données nécessaires à l'établissement de la balance des paiements de l'UEBL sont collectées par l'IBLC par le biais d'un système de déclaration « fermé », c'est-à-dire un système qui emploie des relevés caractérisés par une cohérence interne, laquelle est assurée par la communication simultanée des positions et des transactions qui justifient leur évolution.

Ce système de collecte des données repose sur deux piliers : les institutions financières et les entreprises. Les institutions financières résidentes mentionnent toutes les transactions qui influencent leur position extérieure monétaire. Cette dernière est la différence entre leurs créances et engagements en compte, par devise, d'une durée maximale d'un an vis-à-vis de non-résidents, tant en francs qu'en monnaies étrangères. Un certain nombre de caractéristiques sont communiquées pour chaque transaction individuelle afin d'enregistrer celle-ci correctement dans la balance des paiements. Il s'agit plus précisément de la date à laquelle a eu lieu l'opération, de la devise utilisée, du montant exprimé dans cette devise, du sens de l'opération (crédit ou débit) et de sa nature (sur la base des codes de transaction standardisés)¹ et, enfin, du code-pays de la contrepartie non résidente. Pour les transactions supérieures à un million de francs, la contrepartie résidente doit en outre être identifiée².

¹ Les transactions inférieures à 350.000 francs peuvent être communiquées ensemble, sans indication quant à leur nature ; elles sont ensuite ventilées par la Banque entre les différentes rubriques de la balance des paiements à l'aide de clés de répartition.

² Du moins lorsqu'il s'agit de paiements dans le cadre d'activités professionnelles.

Le système de déclaration fermé garantit, en principe, que toutes les opérations payées par l'intermédiaire d'établissements de crédit résidents sont prises en compte.

Les entreprises résidentes doivent quant à elles communiquer à l'IBLC toutes les opérations effectuées à titre professionnel via des institutions financières non résidentes ou directement — par exemple par compensation de dettes — avec des entreprises non résidentes. Toutes les opérations doivent être détaillées, quelle qu'en soit l'ampleur.

Les opérations rapportées concernent toujours des paiements. L'agrégation de ces données donne lieu à l'établissement d'une balance des paiements sur la base de caisse. L'analyse économique requiert toutefois une balance des paiements établie sur la base des transactions, ce qui signifie une balance dont les transactions sont enregistrées au moment où elles sont exécutées. A cette fin, une enquête mensuelle sur l'évolution des créances et dettes commerciales concernant les opérations sur marchandises, le travail à façon et le négoce international est réalisée auprès d'un échantillon de deux mille entreprises. Une hausse des créances commerciales sur l'étranger au cours d'un mois donné signifie que la valeur des exportations a été plus élevée pendant le mois considéré que celle des recettes d'exportations de marchandises. Le montant correspondant à cette hausse est donc ajouté aux recettes d'exportation enregistrées sur la base de caisse, ce qui permet d'obtenir les exportations sur la base des transactions. La contrepartie de ce crédit se trouve dans les opérations financières, comme un débit dans la rubrique des créances commerciales, ce qui indique une augmentation des crédits commerciaux à l'étranger. Dans le cas d'une baisse des créances commerciales, les inscriptions inverses ont lieu. Les modifications des dettes commerciales sont inscrites de manière analogue du côté des importations.

Les résultats de cette enquête étant communiqués presque en même temps que les données sur la base de caisse, la balance des paiements établie sur la base des transactions est disponible beaucoup plus rapidement qu'auparavant. Avant 1995, les données sur les transactions étaient essentiellement obtenues en reclassant les paiements selon la date de la facture. Etant donné que cette méthode ne pouvait être

appliquée que lorsque ceux-ci avaient effectivement eu lieu, c'est-à-dire, compte tenu des délais de paiement habituels, plusieurs mois après la transaction effective, la publication de la balance des paiements sur la base des transactions enregistrait d'énormes retards.

Globalement, le système de collecte servant à l'établissement de la balance des paiements de l'UEBL est par principe assez complet, étant donné qu'il couvre tous les canaux par lesquels sont réglées les transactions avec l'étranger. L'assouplissement des exigences posées en matière de communication des données pour des montants inférieurs à 350.000 francs est naturellement à l'origine d'imprécisions, toutefois compensées par l'avantage en termes d'allègement de la charge de rapport qui en a résulté pour les banques et les entreprises. Néanmoins, le système de collecte des données, basé sur la communication de paiements, présente quelques lacunes. Ainsi, les transactions qui ne donnent pas lieu à des flux financiers — comme le troc, les remises de dettes ou les réinvestissements de bénéfices — n'apparaissent pas. Pour combler ces lacunes, il est fait appel à des sources externes. Celles-ci n'étant, pour le moment, pas toujours disponibles, les principes méthodologiques du FMI n'ont pas encore pu être tous mis en œuvre, comme décrit plus loin.

3. JUSTIFICATION ET PORTEE DES PRINCIPALES MODIFICATIONS METHODOLOGIQUES DE LA CINQUIEME EDITION DU MANUEL DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Une des raisons ayant justifié la publication d'un nouveau Manuel de la balance des paiements était le besoin d'harmonisation avec le Système des comptes nationaux, lequel a également été adapté en 1993¹. Etant donné que la balance des paiements forme le compte étranger des comptes nationaux, une cohérence entre les aspects méthodologiques de ces deux systèmes statistiques était nécessaire. Cette harmonisation se manifeste surtout dans le nouveau contenu du compte courant, dans l'enregistrement

¹ Commission of the European Communities, IMF, OECD, United Nations and Worldbank, *System of National Accounts*, 1993.

TABLEAU 1 — PRESENTATION DE LA BALANCE DES PAIEMENTS AVANT ET APRES LA CINQUIEME EDITION DU MANUEL DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DU FMI

Balance des paiements selon la quatrième édition du manuel de la balance des paiements du FMI	Balance des paiements selon la cinquième édition du manuel de la balance des paiements du FMI
<p>COMPTE COURANT</p> <p>Biens</p> <p>Services et Revenus</p> <p>Transferts</p> <p> Transferts privés</p> <p> Transferts publics</p> <p>COMPTE DE CAPITAL</p>	<p>COMPTE COURANT</p> <p>Biens</p> <p>Services</p> <p>Revenus</p> <p>Transferts courants</p> <p> Transferts privés</p> <p> Transferts publics</p> <p>COMPTE DE CAPITAL ET COMPTE FINANCIER</p> <p>Compte de capital</p> <p> Transferts en capital</p> <p> Transferts privés</p> <p> Transferts publics</p> <p> Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits</p> <p>Compte financier</p>

séparé des revenus et dans le glissement de certaines opérations des marchandises vers les services.

Afin d'assurer la concordance du solde du compte courant de la balance des paiements avec son équivalent dans le Système des comptes nationaux, à savoir la différence entre l'épargne nationale et les investissements nationaux, les transferts en capital ne figurent plus dans les opérations courantes, mais dans un compte de capital distinct. Les acquisitions et cessions de brevets et licences sont également enregistrées dans le compte de capital, sous la rubrique actifs non financiers non produits, et non plus dans les opérations sur services. Ce compte de capital est dorénavant séparé du compte financier, dans lequel sont comptabilisées les mutations des avoirs et engagements vis-à-vis de l'étranger.

Pour mieux souligner encore leur caractère particulier, les revenus sont maintenant présentés dans une rubrique distincte de la balance des paiements, et non plus dans une sous-catégorie des opérations sur services. Cette modification se justifie également par l'harmonisation avec les comptes nationaux, où les revenus perçus ou versés à l'étranger représentent la

différence entre le produit intérieur brut (PIB) et le produit national brut (PNB). Pour les revenus de placements et d'investissements, le nouveau Manuel de la balance des paiements prescrit en outre, comme le Système des comptes nationaux, le « principe comptable des intérêts courus » (accrued interest principle) selon lequel les intérêts courus doivent être enregistrés, qu'ils aient ou non été payés. Dans le cas d'obligations à coupon zéro, la différence entre le prix d'émission et la valeur nominale doit, selon ce principe, être enregistrée comme un intérêt. Un traitement analogue est exigé dans le cas de titres traités au-dessus ou en dessous du pair.

Comme dans le Système des comptes nationaux, les rubriques « Réparations de biens » et « Achats de biens dans les ports » figurent désormais dans les opérations sur marchandises et non plus dans les opérations sur services. Il en va de même pour le travail à façon.

L'introduction du concept de position extérieure nette, qui reflète l'ensemble des encours d'avoirs et d'engagements financiers sur l'étranger à un moment donné, constituait un deuxième motif pour la publication d'un nouveau Manuel de la balance des paiements. Le cinquième manuel du FMI établit désormais un lien précis

entre les concepts méthodologiques de la balance des paiements et ceux de la position extérieure nette; il distingue donc, dans les modifications de cette dernière, les opérations, qui sont enregistrées dans la balance des paiements, et les différences d'évaluation, reclassements ou autres adaptations, qui n'y apparaissent pas. Par conséquent, les variations des réserves d'or et de devises dues à la monétisation ou à la démonétisation de l'or ou à l'allocation de DTS¹ ne doivent plus être comptabilisées dans la balance des paiements. Le présent article se limite aux modifications méthodologiques relatives à celle-ci, tandis que la position extérieure nette sera traitée dans l'article suivant.

Une troisième raison importante ayant justifié l'édition d'un nouveau Manuel de la balance des paiements était la nécessité d'adapter les prescriptions méthodologiques aux modifications des conditions économiques. Depuis l'édition du précédent Manuel, en 1977, les services négociés au niveau international et les opérations financières ont connu une évolution tellement rapide, tant en volume qu'en ce qui concerne leur nature, que les anciens concepts de la balance des paiements s'en trouvaient dépassés.

Le nouveau Manuel prévoit dès lors une ventilation plus détaillée des opérations sur services, introduit de nouvelles rubriques — surtout dans le domaine de la communication, de l'informatique, de l'information et des services audiovisuels — et affine les définitions de certaines rubriques qui existaient déjà. C'est notamment le cas pour les services d'assurance. Alors qu'auparavant, toutes les recettes et dépenses relatives aux assurances étaient enregistrées dans les opérations sur services, seule figure encore dans cette rubrique la part (estimée) des primes d'assurance versées ou perçues censée représenter la prestation de services. Le reliquat ainsi que les dédommagements ou indemnités perçus ou versés apparaissent soit dans les transferts courants, soit — dans le cas des assurances-vie — dans le compte financier, plus précisément dans la rubrique autres investissements.

¹ Les DTS (Droits de tirage spéciaux ou « Special Drawing Rights ») du FMI sont des actifs de réserve qui ont été créés par le Fonds ex nihilo et qui sont alloués par celui-ci à ses membres. Les DTS sont comptabilisés dans les transactions entre instances monétaires officielles.

L'ancien compte de capital — désormais appelé « compte financier » — a également été adapté, tant au niveau de sa couverture que de sa structure. La nouvelle classification des transactions financières se base sur quatre critères. Tout d'abord, les transactions sont ventilées en fonction de leur nature fonctionnelle : investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements et actifs de réserve. Une distinction est ensuite établie selon qu'il s'agit d'avoirs ou d'engagements et une autre ventilation concerne le type d'instrument. Enfin, le secteur résident impliqué dans la transaction (établissements de crédit, autorités monétaires, pouvoirs publics et autres secteurs) et, dans certains cas, la durée initiale de l'instrument concerné servent également de critères.

Le besoin de renouvellement s'est surtout fait sentir dans le domaine des investissements de portefeuille. L'introduction de nouvelles rubriques pour les instruments du marché monétaire et les produits dérivés en sont les exemples les plus marquants.

4. CONSEQUENCES POUR LA BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL

En 1993 déjà, et plus particulièrement à l'occasion de la publication du Rapport annuel, la Banque a pris l'initiative, dans les limites des données statistiques disponibles à ce moment, d'appliquer un certain nombre de directives prescrites par le FMI. Depuis lors, le négoce international figure parmi les opérations sur services et les revenus constituent un volet distinct du compte courant. De plus, parmi les mouvements de capitaux, plus aucune distinction n'était opérée entre « transactions au-dessus » et « transactions en dessous de la ligne ».

La réforme du système de collecte des données décrite dans le présent article a permis un progrès important dans l'application de la méthodologie du FMI, surtout en ce qui concerne la présentation plus détaillée des opérations sur services, la définition plus précise des services d'assurance et l'enregistrement séparé des transferts en capital ainsi que des acquisitions et cessions de brevets et licences dans le compte de capital.

L'occasion a par ailleurs été mise à profit pour définir plus précisément le négoce international. Dans le passé, certaines transactions à l'importation et à l'exportation étaient en effet erronément déclarées comme négoce international et par conséquent aussi comptabilisées comme telles dans la balance des paiements. Il est également apparu que l'ancienne méthode d'évaluation sous-estimait les importations de biens payées par billets de banque. Tel était notamment le cas pour les importations de diamants. Il a aussi été remédié à cette situation dès 1995. Enfin, la création de codes de transaction spécifiques pour les produits financiers dérivés a eu pour conséquence que les opérations sur ces instruments peuvent désormais être identifiées et, comme le prescrit le FMI, comptabilisées dans le compte financier. Auparavant, il était d'usage de déclarer ces opérations parmi les services financiers.

Toutes ces adaptations ont inéluctablement provoqué une rupture dans les statistiques de la balance des paiements, de sorte que les données présentées dans cet article ne sont pas complètement comparables avec celles obtenues par le passé.

En ce qui concerne le compte financier, le nouveau système de déclaration devait, en principe, également permettre d'observer dans une large mesure les prescriptions du FMI. La collecte de ces données s'est toutefois effectuée avec de nombreuses difficultés en 1995, ce qui a donné lieu à d'importantes erreurs et omissions. Afin de combler autant que possible ces lacunes statistiques, d'autres sources ont été exploitées dans le cadre du présent article. L'objectif a consisté à se conformer au plus près à la présentation utilisée auparavant pour l'analyse des opérations en capital. Il n'empêche cependant que, actuellement, toutes les informations ne sont pas encore disponibles quant à la structure, par instrument, des avoirs et engagements des résidents sur l'étranger. La présentation proposée du compte financier ne répond pas davantage aux recommandations du FMI en la matière.

Même lorsque les problèmes relatifs à la collecte des données pour le compte financier seront résolus, la balance des paiements de l'UEBL s'écartera encore sur un certain nombre d'aspects de la méthodologie du FMI. Les écarts

les plus importants, qui seront peu à peu corrigés à l'avenir, sont énumérés ci-dessous.

Les opérations sur marchandises ne sont, dans l'état actuel des choses, pas évaluées « fob-fob » (« free on board »), comme le recommande le FMI. L'estimation « fob » mesure la valeur des marchandises lorsqu'elles passent la frontière du pays exportateur, alors que les coûts de transport et d'assurance engagés après le passage de cette frontière doivent être comptabilisés dans les opérations sur services. L'évaluation actuelle des opérations sur marchandises s'effectue sur une base mixte (« fob », « cif¹ », « ex works² », ...) en fonction des modalités contractuelles que les importateurs résidents (exportateurs) conviennent avec leurs fournisseurs étrangers (clients). En outre, une partie des opérations sur marchandises, à savoir le travail à façon, est encore enregistrée sur une base nette, c'est-à-dire que seule la valeur du travail à façon est comptabilisée et non la valeur totale des mouvements des marchandises ayant lieu avant et après ledit travail, comme prescrit.

S'agissant des revenus de placements et d'investissements, l'application du principe des intérêts courus pose des problèmes pratiques, car, dans de nombreux cas, on ne dispose pas de toutes les informations nécessaires pour l'estimation des intérêts courus. Par conséquent, dans la version actuelle de la balance des paiements, les revenus sont encore largement enregistrés lorsqu'un flux de paiements a lieu et non au moment où ils sont dus ou acquis. Le fait de disposer des données de la position extérieure nette devrait contribuer dans un avenir proche au respect plus strict du principe des intérêts courus. Il est toutefois déjà tenu compte dans la balance des paiements de la partie des intérêts comprise dans le remboursement des instruments du marché monétaire des pouvoirs publics belges émis sur la base d'escompte. Les revenus capitalisés par des organismes de placement collectif pour le compte de non-résidents sont aussi imputés aux ayants droit

¹ Une évaluation « cif » (« cost, insurance and freight ») comprend la valeur des marchandises sur le lieu de destination (chez l'importateur), en ce compris l'ensemble des coûts de transport et d'assurance.

² L'évaluation « ex-works » reflète la valeur des marchandises à la sortie de l'usine, c'est-à-dire à l'exclusion de l'ensemble des coûts de transport et d'assurance.

non résidents. En revanche, la comptabilisation des gains d'investissements directs qui sont réinvestis par des résidents à l'étranger ou par des non-résidents en UEBl ne pourra s'effectuer que lorsque les informations nécessaires à cet effet seront disponibles, par le biais d'une enquête sur les investissements directs.

PARTIE 2 : LA BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL EN 1995

1. COMPTE COURANT

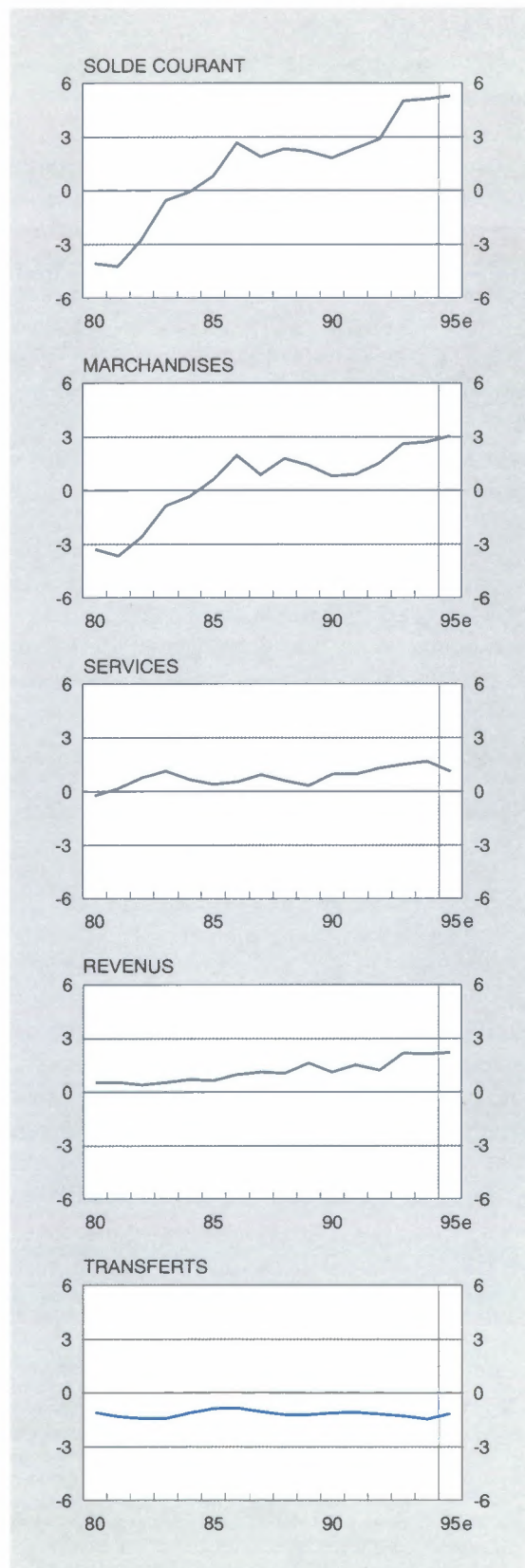
Nonobstant le fait que l'introduction de la nouvelle méthodologie a influencé, en 1995, le solde courant à la baisse¹, celui-ci a de nouveau dépassé le surplus de 1994; il s'est en effet élevé à 445 milliards de francs, soit 5,3 p.c. du PIB de l'UEBL. Le solde courant de l'UEBL enregistre depuis le début des années 1980 une tendance positive, qui reflète surtout le mouvement du solde des marchandises. Depuis le début des années 1990, le surplus courant a cependant également reposé sur une progression du surplus des services, évolution décrite plus en détail dans le présent article. En outre, le surplus des revenus a également augmenté, depuis le milieu des années 1980, parallèlement à la résurgence des surplus sur le compte courant. Les transferts, nettement plus liés aux revenus, sont en revanche restés relativement stables en pourcentages du PIB.

Le compte courant de l'Union économique belgo-luxembourgeoise enregistre donc depuis 1985 un surplus durable et substantiel. Du point de vue économique, ce surplus signifie que l'UEBL ne doit pas faire appel aux crédits étrangers pour maintenir son niveau de vie; le revenu disponible de l'Union est en effet supérieur à ses dépenses. Cela équivaut à dire que l'écart entre le revenu disponible et les dépenses de consommation, c'est-à-dire l'épargne, dépasse les investissements. Le surplus financier qui en découle pour l'UEBL dans son ensemble est en partie imputable au Luxembourg, où il est essentiellement la conséquence de l'épargne importante des sociétés, notamment du secteur

¹ Il n'est pas possible d'évaluer avec précision la contraction du surplus courant. Certaines modifications sont chiffrables, comme l'élimination des transferts en capital (6 milliards), la modification des règles comptables pour les services d'assurance (7 milliards) ou l'adaptation pour les importations de diamants (12 milliards); d'autres ne peuvent en revanche être mesurées, comme le glissement des primes pour les produits financiers dérivés vers les opérations financières.

GRAPHIQUE 1 — SOLDE COURANT DE L'UEBL ET SES COMPOSANTES¹

(pourcentages du PIB de l'UEBL)



Source : BNB.

¹ Des changements dans la méthodologie ont conduit à des ruptures de séries en 1995.

financier¹. Le surplus courant de l'UEBL est cependant très fortement lié à la capacité de financement dégagée par la Belgique ; le lien avec le comportement d'épargne et d'investissement de l'économie a déjà été démontré dans le Rapport annuel de la Banque de 1995. Une constatation importante était que le taux d'investissement du secteur privé se situait à un niveau moyen par rapport aux trois pays voisins — Allemagne, Pays-Bas, France, c'est-à-dire le groupe des pays avec lesquels la Belgique entretient les liens économiques les plus étroits et avec qui elle partage les mêmes objectifs de stabilité monétaire, ce qui en fait une base de référence pertinente. Bien qu'un surplus d'investissements soit toujours souhaitable en vue de la création d'emplois supplémentaires, on ne peut véritablement parler d'un niveau d'investissement insuffisant.

La position du compte courant traduit par conséquent essentiellement la tendance plus prononcée à l'épargne du secteur privé. Celle-ci s'est située, en 1995, nettement au-dessus du niveau moyen de la même zone de référence. Quoiqu'en Belgique, le taux d'épargne élevé ait été soutenu, en 1995, par l'insécurité régnant sur l'évolution future de l'emploi, celui-ci doit être analysé, dans une perspective plus large, comme une donnée sociologique structurelle.

Une analyse en termes d'épargne et d'investissement constitue toutefois une approche ex post qui dévoile très peu sur les éléments qui ont influencé, dans une optique dynamique, les décisions d'épargne et d'investissement des secteurs intérieurs. L'évolution de la compétitivité des entreprises belges est indubitablement un des facteurs qui ont joué un rôle important dans ce domaine. Un surplus courant n'est pas en soi l'indication d'une compétitivité suffisante

des entreprises résidentes. Pour comprendre la relation entre la compétitivité et l'évolution du solde courant, une série d'autres composantes économiques doivent être prises en considération, notamment la croissance économique, l'évolution des termes de l'échange et ses causes, ainsi que l'évolution relative de la demande intérieure en UEBL et à l'étranger. Ces deux types d'analyse se complètent donc utilement. Dans le Rapport annuel de la Banque portant sur l'année 1994 et, pour autant que les données statistiques le permettent, dans le présent article, le compte courant est commenté selon cette dernière optique.

TABEAU 2 — COMPTE COURANT DE L'UEBL EN 1995

(milliards de francs)

	Recettes	Dépenses	Solde
Opérations courantes	9.168	8.722	445
Biens	4.654	4.394	260
Services	1.139	1.046	93
Transport	286	221	65
Déplacements à l'étranger	168	271	-103
Autres services rendus par le secteur privé	611	536	75
Services publics non compris ailleurs	74	18	56
Revenus	3.195	3.007	188
Revenus du travail	114	50	64
Revenus de placements et d'investissements	3.081	2.957	124
Transferts courants	179	275	-96
Transferts publics	79	159	-80
Transferts des autres secteurs	100	116	-16

Source : BNB.

1.1 Opérations sur marchandises

Composition du compte de marchandises

Les exportations et importations de marchandises générales constituent la majeure partie des échanges de biens et en déterminent par conséquent l'évolution : elles sont ainsi à l'origine de l'élargissement continu de l'excédent des marchandises observé au cours des années 1990.

Les opérations sur marchandises couvrent également d'autres catégories de transactions.

¹ L'épargne dépend étroitement des profits réservés des filiales luxembourgeoises des banques étrangères. Selon la méthodologie du FMI, ces profits devraient être imputés aux sociétés mères étrangères. Ceci entraînerait donc une augmentation fictive des revenus de placements et d'investissements versés et le compte courant de l'UEBL s'en trouverait diminué du même montant. Par conséquent, l'épargne des sociétés luxembourgeoises enregistrées dans les comptes nationaux diminuerait. Une correction semblable devrait être opérée sur le solde courant de la balance des paiements et dans les comptes nationaux de la Belgique. Pour la Belgique, cette correction influencerait vraisemblablement le solde courant à la baisse étant donné les engagements nets dans les investissements directs. L'ampleur de cette influence ne peut toutefois être mesurée sur la base des données statistiques disponibles.

Parmi celles-ci, l'activité de travail à façon est la plus importante, car elle contribue de manière substantielle et régulière à l'excédent commercial de l'Union. En 1995, comme au cours des années précédentes, le travail à façon a dégagé un excédent net, de l'ordre de 75 milliards de francs, soit près de 1 p.c. du PIB. Il s'agit, en recettes, de la transformation de marchandises importées temporairement — et donc sans transfert de propriété entre résidents et non-résidents — en UEBl pour le compte de non-résidents et réexportées ensuite; dans le cas particulier de l'UEBl, cette activité est principalement liée aux chaînes de montage d'automobiles établies en Belgique. En dépenses, il s'agit de la transformation de marchandises exportées temporairement, pour le compte de résidents, et réimportées ensuite.

En principe, selon la méthodologie du FMI, tant l'exportation (importation) que la réimportation (réexportation) des biens doivent être enregistrées pour leur valeur totale; dans la balance des paiements de l'UEBl, par contre, seule la valeur ajoutée est recensée. Cette différence d'approche explique entre autres pourquoi le niveau des flux commerciaux est moins élevé dans la balance des paiements que dans les statistiques du commerce extérieur. Sur l'ensemble de l'année 1995, ces dernières ont en effet enregistré un montant de 299 milliards de francs, soit 6 p.c. de la valeur totale des exportations, pour les exportations de marchandises destinées à subir une transformation à l'étranger ou pour les réexportations de marchandises qui ont fait l'objet d'un travail à façon en UEBl. Le chiffre correspondant du côté des importations s'est élevé à 217 milliards, soit 4,8 p.c. de leur valeur totale.

Cette différence méthodologique explique également pourquoi le solde du travail à façon dans la balance des paiements est en règle générale plus stable que dans le commerce extérieur. La première couvre en effet uniquement les coûts de production locaux, de sorte que les variations de stocks des marchandises destinées au travail à façon n'influencent pas ces chiffres. Le solde n'est pas davantage influencé par les éventuelles erreurs dans l'estimation des marchandises qui franchissent la frontière avant ou après transformation. Pour les entreprises dont l'activité est concentrée sur le travail à façon, il est en effet parfois difficile d'évaluer

TABEAU 3 — ECHANGES INTERNATIONAUX DE BIENS DE L'UEBL¹

(milliards de francs)

	1991	1992	1993	1994	1995
Marchandises générales					
Recettes	3.659	3.752	3.654	3.962	4.513
Dépenses	3.666	3.705	3.532	3.822	4.336
Solde	-7	47	122	140	177
Travail à façon (net)					
Recettes	88	85	94	96	96
Dépenses	12	15	19	17	23
Solde	75	70	76	79	73
Réparations de biens					
Recettes	8	7	7	7	8
Dépenses	4	4	5	5	9
Solde	4	4	2	2	-1
Achats de biens dans les ports					
Recettes	10	10	8	11	19
Dépenses	8	7	8	8	13
Solde	2	3	...	3	6
Or non monétaire					
Recettes	35	24	32	19	18
Dépenses	39	28	27	16	13
Solde	-4	-4	5	4	5
Total des échanges de biens					
Recettes	3.800	3.878	3.795	4.095	4.654
Dépenses	3.729	3.759	3.591	3.868	4.394
Solde	71	120	204	228	260

Source : BNB.

¹ Les diverses rubriques des échanges de biens, en 1995, ne sont pas entièrement comparables avec celles de 1994 en raison des ruptures de séries susmentionnées.

la valeur des marchandises avant la transformation, car elles n'en acquièrent pas la propriété.

Les réparations de biens couvrent, en recettes, la valeur des travaux exécutés par des résidents sur des biens meubles appartenant à des non-résidents, à l'exception des frais d'entretien de systèmes informatiques, et vice-versa en dépenses; les flux s'y rapportant ne sont pas très importants et occasionnent des soldes de quelques milliards seulement. Il en va de même pour les achats et ventes de carburants et de provisions de bord dans les ports et aéroports. Ces deux rubriques figuraient auparavant parmi les opérations sur services.

Les exportations et importations d'or non monétaire couvrent toutes les transactions sur or autre que celui détenu à titre de réserve de change par les autorités monétaires. Outre les

achats et ventes d'or industriel, ces transactions ont principalement trait à des opérations effectuées par les banques luxembourgeoises.

Evolution en valeur en 1995

Les échanges de biens entre l'UEBL et le reste du monde, évalués sur la base des transactions, ont vu, à l'instar du commerce mondial, leur valeur s'accroître au cours de 1995, où ils ont dégagé un surplus de 260 milliards. La croissance appréciable — de l'ordre de 14 p.c. — des valeurs échangées est toutefois flattée par une modification d'ordre méthodologique, le nouvel appareil statistique permettant de classer ici des transactions autrefois erronément déclarées par les banques et les entreprises comme des opérations de négoce international, recen-

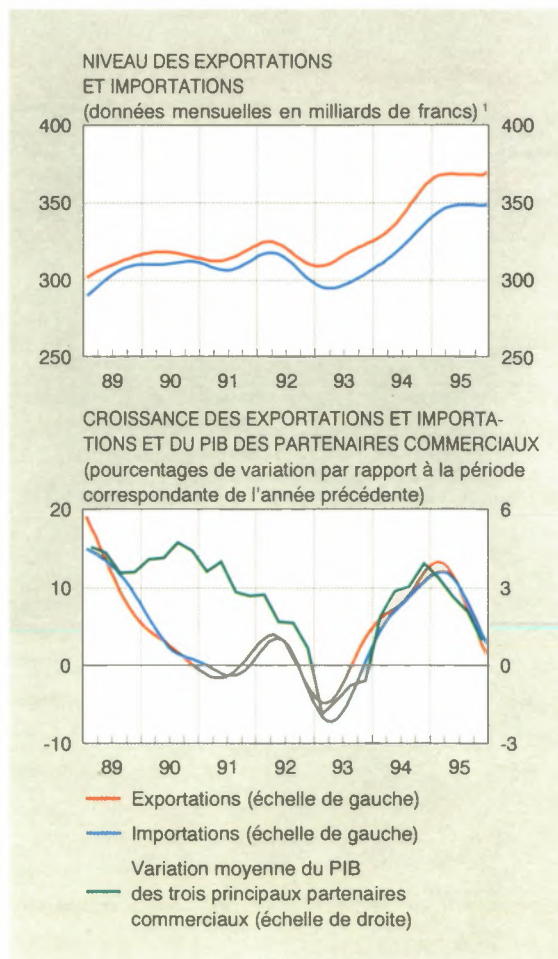
sées, en termes nets, dans les échanges de services; en négligeant ce facteur, la croissance effective des valeurs échangées a été estimée à respectivement 9,0 et 8,6 p.c. pour l'ensemble des exportations et importations.

La progression, en moyenne annuelle, des échanges commerciaux de l'UEBL masque toutefois un profil d'évolution qui s'est fortement modifié en cours d'année. La tendance de ces échanges, qui était clairement orientée à la hausse depuis le début de 1993, à la suite d'une reprise de la conjoncture en Europe, et dans les trois pays voisins en particulier, semble avoir atteint un plafond pendant le printemps 1995. Dans un climat général de détérioration de la conjoncture européenne, celle-ci n'a en effet plus trouvé de nouveaux facteurs de soutien. Etant donné que 53 p.c. des exportations de l'UEBL s'effectuent dans les pays voisins — Allemagne, Pays-Bas et France —, ces dernières ont eu à souffrir particulièrement du net ralentissement de la croissance du PIB, qui s'y était dessiné depuis le premier trimestre de 1995. Ce ralentissement a même été un peu plus marqué que pour l'Union européenne dans son ensemble, entre autres parce qu'un phénomène de déstockage y a été observé, consécutivement à une croissance trop vive des stocks en 1994 et en raison d'une perte de confiance des consommateurs induite par l'absence de signes de reprise sur le marché du travail. La forte croissance enregistrée au début de l'année par rapport à l'année précédente a résulté essentiellement de l'effet mécanique de l'acquis de croissance de 1994. Cet effet s'est progressivement estompé dans le courant de l'année.

Les statistiques du commerce extérieur donnent en 1995 une image de la croissance des exportations et des importations assez proche de celle fournie dans la balance des paiements. Ces statistiques se prêtent toutefois davantage à une analyse des flux commerciaux dans la mesure où elles permettent une distinction plus fine de la nature des produits et de leur destination ou origine.

Les exportations de fer et d'acier, de métaux non ferreux et de produits chimiques ont fortement augmenté en 1995, en particulier au premier semestre. En revanche, la progression des exportations de machines et de matériel de transport a été inférieure à la moyenne. Les

GRAPHIQUE 2 — ECHANGES INTERNATIONAUX DE MARCHANDISES DE L'UEBL EN VALEUR



Sources : BRI, BNB.

¹ Données lissées et corrigées des variations saisonnières.

TABLEAU 4 — STRUCTURE PAR PRODUIT DU COMMERCE EXTERIEUR

	Sections du CTCI ¹	Evolution pour l'UEBL en 1995 ²	PART DE CHAQUE CATEGORIE EN POURCENTS DU TOTAL							
			EN 1987				EN 1995 ³			
			UEBL	Allemagne	France	Pays-Bas	UEBL	Allemagne	France	Pays-Bas
EXPORTATIONS										
Ensemble des marchandises	0 à 9	8,0	100	100	100	100	100	100	100	100
dont :										
Produits alimentaires	0 et 1	5,9	10	5	15	21	10	5	14	19
Matières premières non alimentaires	2 et 4	12,9	3	2	4	7	3	2	3	7
Energie	3	-3,7	3	1	2	10	3	1	2	7
Produits manufacturés	5 à 9	8,5	84	92	78	62	85	92	80	67
dont :										
Machines et matériel de transport	7	5,2	27	49	36	21	27	49	39	25
dont : véhicules routiers ...	78	1,1	15	18	12	3	15	16	11	4
Produits chimiques	5	14,1	13	13	14	18	18	14	14	19
Autres produits manufacturés	6+8+9	8,4	44	31	29	23	39	30	26	23
dont : fer et acier	67	15,5	7	4	5	2	6	3	4	3
métaux non ferreux	68	15,9	3	2	2	2	3	2	2	2
diamants	667.2	1,0	6	...	...	...	6	...	...	...
IMPORTATIONS										
Ensemble des marchandises	0 à 9	6,8	100	100	100	100	100	100	100	100
dont :										
Produits alimentaires	0 et 1	5,5	10	11	11	13	10	9	11	12
Matières premières non alimentaires	2 et 4	7,2	7	6	5	6	6	5	4	6
Energie	3	-3,4	9	10	11	11	6	7	8	8
Produits manufacturés	5 à 9	7,8	74	73	74	70	78	80	78	74
dont :										
Machines et matériel de transport	7	9,1	30	28	32	29	26	34	35	31
dont : véhicules routiers ...	78	10,6	9	7	9	7	11	10	10	8
Produits chimiques	5	14,3	11	9	11	11	14	10	12	14
Autres produits manufacturés	6+8+9	4,7	33	35	32	31	38	36	30	28
dont : fer et acier	67	18,4	3	3	3	3	3	4	3	3
métaux non ferreux	68	14,6	2	2	2	1	2	3	2	2
diamants	667.2	1,0	6	...	...	...	7	...	...	...

Sources : OCDE, Offices statistiques nationaux, BNB.

¹ Classification Type du Commerce International.

² Variation, en pourcents, des données en valeur entre 1994 et 1995.

³ Moyenne de 1995 pour l'UEBL, des huit premiers mois de 1995 pour l'Allemagne et les Pays-Bas et de l'année 1994 pour la France.

exportations de véhicules routiers, dans lesquelles l'UEBL est relativement spécialisée, ont été confrontées à une faible demande européenne d'automobiles. La valeur des exportations de diamants a stagné et celle d'énergie a même régressé, notamment en raison de la dépréciation du dollar vis-à-vis du franc.

Les importations ont évolué parallèlement aux exportations, ce qui découle notamment de la nature transformatrice de l'économie belge. La valeur des exportations comprend en effet des marchandises importées à concurrence d'environ

50 p.c. Il est donc normal que les fluctuations conjoncturelles des exportations se reflètent dans les importations. La symétrie entre les importations et les exportations résulte aussi de ce que les incidences conjoncturelles dans les pays voisins sont transposées en UEBL par le biais de leur commerce avec celle-ci. Des fluctuations de la demande intérieure de ces pays seront donc généralement observées dans l'évolution de la demande intérieure de l'UEBL. Il n'empêche toutefois que des différences limitées peuvent apparaître en matière de croissance économique, qui impriment leur sceau au rythme de

progression respectif des importations et des exportations, et donnent lieu à un mouvement à la hausse ou à la baisse du surplus des marchandises, comme nous le montrons plus avant.

Structure géographique et par produit

La structure par produit du commerce extérieur de l'UEBL apparaît assez stable dans le temps. Les exportations étaient constituées en 1995 de 85 p.c. de produits manufacturés et de quelque 10 p.c. de produits alimentaires. Le solde est réparti entre les matières premières non alimentaires et les produits énergétiques. Cette structure est assez différente de celle des trois principaux partenaires de l'UEBL, contrairement à ce que la forte intégration des ces économies et leur degré similaire de développement industriel auraient pu laisser supposer. Au niveau des exportations de biens autres que les produits manufacturés, la France — où elles comptent pour 20 p.c., et plus encore les Pays-Bas — avec plus de 30 p.c. —, présentent une spécialisation importante, dans les produits alimentaires pour la première, dans ces mêmes produits et les matières énergétiques pour les seconds. En Allemagne, en revanche, ces biens représentent moins d'un dixième des exportations.

La part des exportations de produits manufacturés varie donc fortement d'un pays à l'autre, de même que leur répartition entre les différents produits. Ainsi, l'UEBL exporte sensiblement moins de machines que ses partenaires, mais elle est, après l'Allemagne, celui des quatre pays dont les exportations de véhicules routiers sont les plus importantes. Les produits chimiques, qui occupaient une place similaire dans leurs exportations en 1987, ont gagné davantage en importance en UEBL. Cette évolution peut être mise en relation avec l'installation en UEBL d'entreprises d'origine allemande, attirées sans doute par une réglementation plus souple en matière d'environnement. La spécialisation à l'exportation de produits ferreux et non ferreux, héritage du passé de l'UEBL, reste quant à elle visible, même si elle est en légère régression par rapport à 1987. Le commerce de diamants, enfin, occupe une place non négligeable dans les échanges extérieurs de l'UEBL avec 6 p.c., mais ne représente qu'un apport limité en termes de valeur ajoutée. Si l'on compare donc l'évolution

des exportations totales de l'UEBL avec celles des trois partenaires, il faut toujours tenir compte de l'incidence de ces différences structurelles, tant sur l'évolution en termes de volume que sur les prix.

Contrairement aux exportations, la part des produits manufacturés dans les importations de l'UEBL a fortement augmenté en UEBL par rapport à 1987. Cette évolution peut être partiellement attribuée à la baisse tendancielle de leurs prix mondiaux relativement aux prix des produits manufacturés, baisse qui a joué davantage du côté des produits de base importés, qui sont généralement à l'état brut, que dans le cas des produits exportés qui ont le plus souvent déjà subi certaines transformations. La structure des importations de l'UEBL et des trois partenaires est également beaucoup plus similaire, même si les spécialisations à l'exportation de chacun s'y retrouvent partiellement, comme les produits chimiques, véhicules routiers et diamants dans le cas de l'UEBL, ou les produits alimentaires dans celui des Pays-Bas.

Les importations et exportations simultanées de produits similaires ont par ailleurs absorbé une part sans cesse croissante des échanges internationaux totaux. Les calculs de l'OCDE¹ montrent que l'importance de ces opérations — également appelées « intra industry trade » dans la littérature économique — a aussi augmenté pour l'UEBL, environ dans la même mesure que dans les trois pays voisins. Deux phénomènes expliquent l'existence de telles opérations. Tout d'abord, la simultanéité d'importations et d'exportations de produits similaires est provoquée par une différenciation très poussée des produits. En second lieu, la fragmentation croissante des processus de production fait en sorte que des marchandises sont importées et, après avoir subi une transformation limitée, souvent réexportées au sein de la même catégorie de produits, ou vice-versa.

Le commerce de l'UEBL s'effectue essentiellement avec les trois pays voisins : 53 p.c. des exportations sont destinées à ces pays, alors que 55 p.c. des importations en proviennent. La comparaison de l'interpénétration des marchés

¹ OCDE, *The OECD Jobs study, evidence and explanations*, Paris, 1994.

TABLEAU 5 — STRUCTURE PAR PAYS DU COMMERCE EXTERIEUR

	Evolution pour l'UEBL en 1995 ¹	PART DE CHAQUE PAYS OU ZONE EN POURCENTS DU TOTAL							
		EN 1987				EN 1995 ²			
		UEBL	Allemagne	France	Pays-Bas	UEBL	Allemagne	France	Pays-Bas
EXPORTATIONS									
UE	8,1	77	62	63	75	75	58	63	79
dont : UEBL	—	—	7	9	14	—	7	9	13
Allemagne	10,7	20	—	17	26	22	—	18	30
France	3,8	21	12	—	10	18	12	—	11
Pays-Bas	8,7	15	9	5	—	13	7	7	—
Trois partenaires précités	7,7	55	28	31	50	53	26	33	53
Royaume-Uni	3,6	8	9	9	10	8	8	9	10
Italie	14,9	6	9	12	6	5	8	10	6
Espagne	5,7	2	3	5	2	3	3	7	3
Etats-Unis	-14,7	5	10	7	4	4	8	6	4
Japon	18,6	1	2	2	1	1	3	2	1
Autres	13,0	16	26	28	20	19	33	29	16
dont : AELE ³	0,4	3	8	5	3	2	7	4	3
Europe centrale et orientale ⁴	27,6	2	4	3	2	3	8	3	3
Amérique centrale et du Sud	38,7	1	2	2	2	1	2	4	2
Asie du Sud-Est ⁵	7,8	2	3	3	2	4	7	6	4
IMPORTATIONS									
UE	6,0	76	63	64	68	76	55	64	62
dont : UEBL	—	—	8	9	15	—	7	6	11
Allemagne	10,1	24	—	20	27	21	—	19	22
France	3,2	16	12	—	7	16	11	—	7
Pays-Bas	2,7	17	12	6	—	18	8	5	—
Trois partenaires précités	5,6	57	31	35	48	54	26	30	40
Royaume-Uni	-0,8	8	8	7	8	9	6	8	9
Italie	5,6	4	9	12	4	4	9	10	3
Espagne	10,4	1	2	4	1	2	3	6	2
Etats-Unis	19,6	5	8	7	7	6	7	8	9
Japon	9,6	3	5	4	3	3	6	4	4
Autres	6,1	17	25	25	22	16	33	25	26
dont : AELE ³	-3,4	3	8	4	3	2	6	4	4
Europe centrale et orientale ⁴	17,1	2	3	3	3	2	13	3	3
Amérique centrale et du Sud	10,4	1	2	2	2	2	2	2	4
Asie du Sud-Est ⁵	0,8	2	5	4	4	3	8	6	11

Sources : OCDE, Offices statistiques nationaux, BNB.

¹ Variation, en pourcents, des données en valeur entre 1994 et 1995.² Moyenne de 1995 pour l'UEBL, des huit premiers mois pour l'Allemagne et les Pays-Bas et de 1994 pour la France.³ Suisse, Islande, Liechtenstein, Norvège.⁴ Albanie, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Tchéquie, Estonie, Croatie, Hongrie, Lituanie, Lettonie, Pologne, Roumanie, Slovénie, Slovaquie, République fédérale de Yougoslavie, Macédoine et pays de la CEI.⁵ Hong-Kong, Corée du Sud, Singapour, Taïwan, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Chine, Indonésie.

avec la situation qui prévaut dans les pays voisins doit s'effectuer par rapport au commerce de chacun de ces pays avec l'UEBL et les deux autres pays voisins de l'UEBL. La proportion ainsi définie y est nettement inférieure : en Allemagne, ces pourcentages sont des deux côtés de 26 p.c. et en France de respectivement 33 et 30 p.c. pour les exportations et les importations. Même aux Pays-Bas, l'importance des pays cités dans les opérations commerciales est sensiblement moins élevée, du moins en ce qui

concerne les importations. Si l'on songe en outre que le degré d'ouverture de l'économie de l'UEBL est nettement supérieur à celui des partenaires, il apparaît clairement que l'UEBL est beaucoup plus sensible aux évolutions économiques se produisant chez les partenaires de cette zone que n'importe quel pays voisin.

La modification, entre 1987 et 1995, de la part des exportations vers les Etats membres de l'UE qui ont fortement déprécié leur monnaie

— plus particulièrement le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne — et des importations en provenance de ceux-ci a été beaucoup plus limitée et ne diverge pas de manière significative de ce qui a été observé dans les pays voisins. Enfin, on constate que la part des exportations vers les marchés aux taux de croissance élevés d'Europe centrale et orientale et d'Asie du Sud-Est a augmenté en UEBl entre 1987 et 1995, mais elle est restée plus limitée que chez les partenaires, en particulier par comparaison avec l'Allemagne et la France.

Evolution des prix et des volumes

Traditionnellement, l'évolution des prix de l'ensemble des importations de produits alimentaires, de matières premières industrielles et d'énergie de l'UEBl — sections 0 à 4 de la Classification Type du Commerce International — suit assez fidèlement celle des cotations sur les marchés mondiaux, exprimées en francs; elle est toutefois généralement moins ample, sous l'effet notamment de politiques de stabilisation dans le cadre de la politique agricole commune menée par l'Union européenne. Les prix des matières premières en dollar sont souvent moins tributaires de facteurs d'offre, si l'on excepte pour les matières énergétiques, les tensions géopolitiques ou, dans le cas des produits alimentaires, des récoltes défavorables. En revanche, ces prix sont en général plus sensibles aux variations de la demande, c'est-à-dire principalement de la conjoncture dans les pays industrialisés; ceci explique leur baisse observée dans la période 1991-1993, période de ralentissement de la croissance économique, et leur hausse en 1994, lorsque l'activité avait repris.

Les prix à l'importation des produits manufacturés ont un profil conjoncturel similaire à ceux des produits de base mais, une fois encore, celui-ci est nettement moins marqué, car la formation de ces prix intègre la rémunération des autres inputs, dont surtout les salaires dans les pays fournisseurs. Enfin, les variations des prix à l'importation de l'ensemble du commerce se répercutent largement dans les prix à l'exportation, d'autant que le contenu importé de ces dernières est particulièrement important en UEBl. Les écarts qui subsistent entre les variations de prix à l'importation et à l'exportation sont le résultat de l'interaction complexe de fac-

teurs tels que les modifications de cours de change, l'évolution relative des coûts intérieurs et les différences dans le degré de price-maker-ship et dans la structure par produit des flux entrants et sortants.

Ce schéma explicatif s'applique également aux évolutions observées en 1995 pour les prix du commerce extérieur hors diamant. La progression des prix des matières premières exprimés en dollar a été forte au cours du premier semestre, poursuivant le mouvement entamé en 1994 où les prix avaient été soutenus, d'une part, par une reprise de la demande et, d'autre part, par des facteurs accidentels, comme des conditions climatiques défavorables, qui avaient réduit l'offre de certains produits alimentaires comme le café. Cette progression a toutefois été en grande partie compensée par l'appréciation du franc à l'égard du dollar. Par la suite, lorsque l'effet de ces facteurs s'est estompé, tant les prix en dollar qu'en franc ont régressé par rapport à la période correspondante de 1994. La variation des autres coûts, dont les coûts salariaux, a quant à elle été de faible ampleur dans les pays fournisseurs et, plus encore, en UEBl.

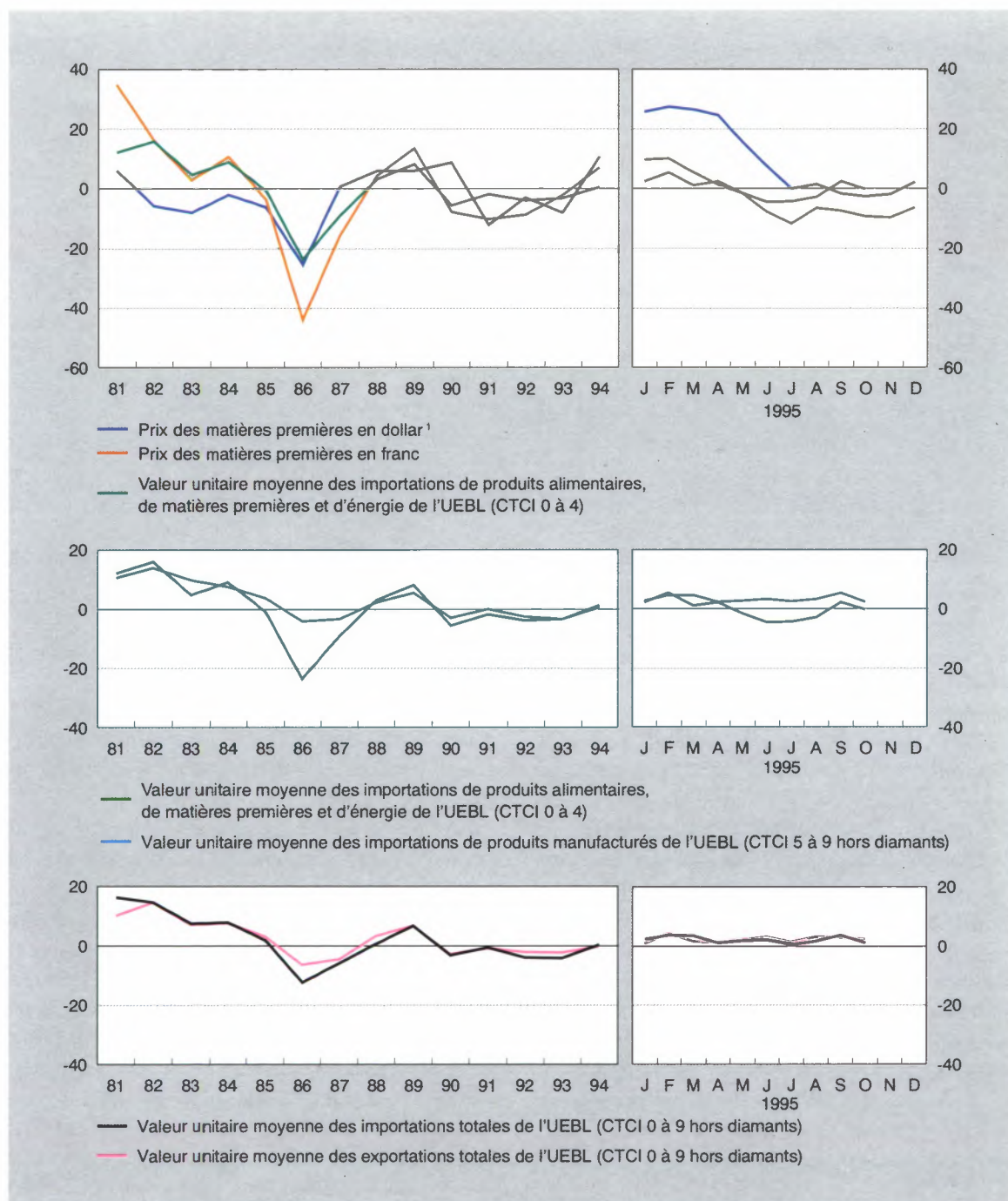
Dans l'ensemble, les prix à l'exportation et à l'importation n'ont guère varié en 1995. Sans compter le diamant, les variations de prix ont cependant été quelque peu supérieures — les prix à l'exportation ont progressé de 1,5 p.c. en 1995, contre 1,3 p.c. pour les prix à l'importation —, alors que le prix du diamant, vu la dépréciation du dollar, a fortement chuté.

Etant donné les modestes augmentations de prix, la progression des exportations et des importations dans la balance des paiements est surtout imputable à des mouvements en volume. A l'exclusion de certaines catégories de produits particuliers, comme le diamant et l'or non monétaire, le volume des exportations de marchandises aurait augmenté, en 1995, de 8 p.c., alors que la progression du volume des importations se serait chiffrée à 7,5 p.c. Analysés sous l'angle des évolutions structurelles des échanges internationaux, de tels taux de croissance élevés ne sont pas réellement surprenants, même si l'on considère qu'ils ont été réalisés dans un climat de recul conjoncturel.

Les échanges internationaux de marchandises ont en effet enregistré une très vive

GRAPHIQUE 3 — EVOLUTION DES PRIX DU COMMERCE EXTERIEUR

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



Sources : HWWA, BNB.

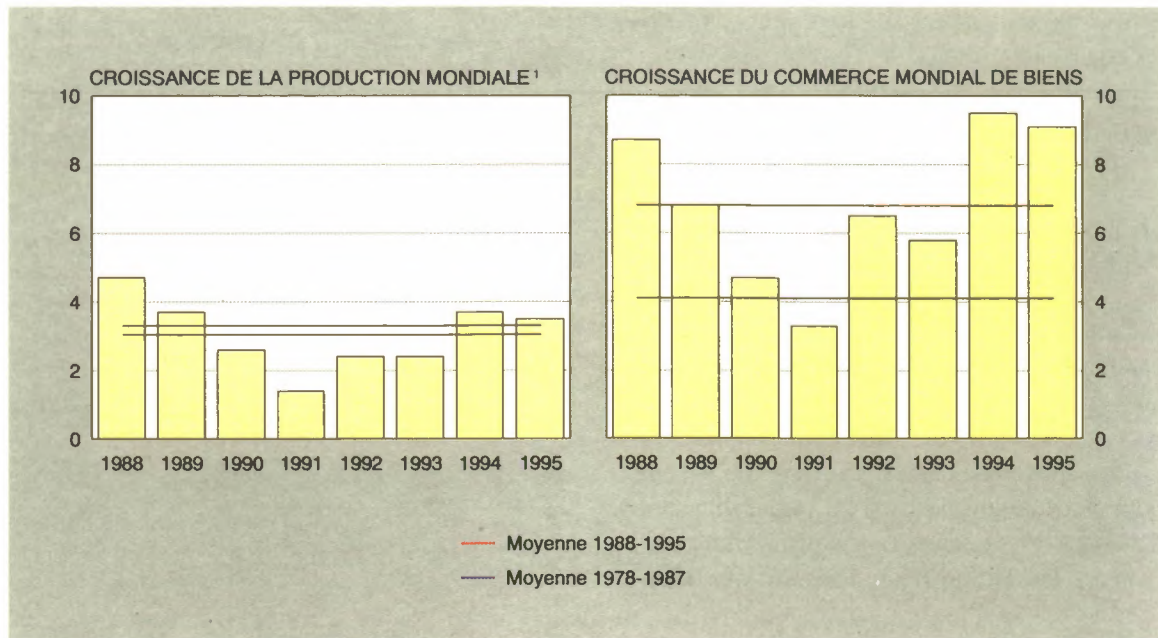
¹ Indice général des matières premières de l'Institut für Wirtschaftsforschung, Hambourg.

expansion au cours des dernières années : entre 1988 et 1995, ils ont augmenté de 6,8 p.c. en moyenne annuelle. Après le repli conjoncturel de la période 1990-1993, des taux de croissance atteignant même plus de 9 p.c., très élevés dans une perspective historique, ont été observés ces deux dernières années. La progression

des échanges mondiaux a donc constitué, tant pour la période allant de 1988 à 1995 dans son ensemble que pour chaque année en particulier, un multiple de la croissance de la production mondiale. Ces constatations indiquent que l'intégration économique mondiale s'est poursuivie à un rythme élevé ces dernières années.

GRAPHIQUE 4 — PRODUCTION MONDIALE ET ECHANGES INTERNATIONAUX

(données à prix constants, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Source : FMI
¹ PIB mondial

Au cours de la période 1978-1987, l'écart entre l'évolution des échanges mondiaux et celle de la production mondiale, même s'il était également positif, se situait à un niveau nettement inférieur. Selon l'Organisation mondiale du Commerce (OMC)¹, les observations récentes dans ce domaine se rapprochent malgré tout de celles faites par le passé plutôt qu'elles ne s'en écartent. L'ensemble de la période de l'après-guerre a en effet été caractérisée par le fait que les échanges mondiaux ont crû sensiblement plus vite que la production mondiale, phénomène qui s'est précisément le moins exprimé à la fin des années 1970 et au début des années 1980, à la suite des chocs pétroliers et de leurs conséquences.

Il importe d'évaluer à sa juste mesure la portée de la croissance plus vive des échanges mondiaux : l'écart avec la production mondiale est en effet dû dans une large mesure à la manière dont chaque composante est mesurée. Les échanges mondiaux sont mesurés sur la base des ventes brutes, alors que la production

mondiale est calculée sur la base de la valeur ajoutée. Les premiers contiennent donc de nombreux doubles comptages que la production mondiale n'inclut pas, car les exportations d'une économie, à côté de la valeur ajoutée créée par cette économie, comportent généralement aussi une importante composante d'importations. Ceci peut s'expliquer par un exemple. Lorsque des pièces automobiles sont exportées d'un pays A vers un pays B, où elles sont assemblées en automobiles, qui sont à leur tour exportées vers un pays C, les pièces en question sont comptées deux fois dans les échanges mondiaux : une première fois comme exportation du pays A vers le pays B et une seconde fois parce que leur valeur fait partie des exportations d'automobiles du pays B vers le pays C. Dans la production mondiale, ces pièces ne sont en revanche comptées que dans la production du pays A.

Par conséquent, la relation entre les échanges internationaux et la production surestimerait la part de la valeur ajoutée nationale qui est négociée au niveau international, tant pour chaque économie qu'à l'échelle mondiale. Cela signifie également qu'aucun rapport linéaire ne peut être établi entre les évolutions des

¹ World Trade Organization, *International Trade — trends and statistics*, Genève, 1995.

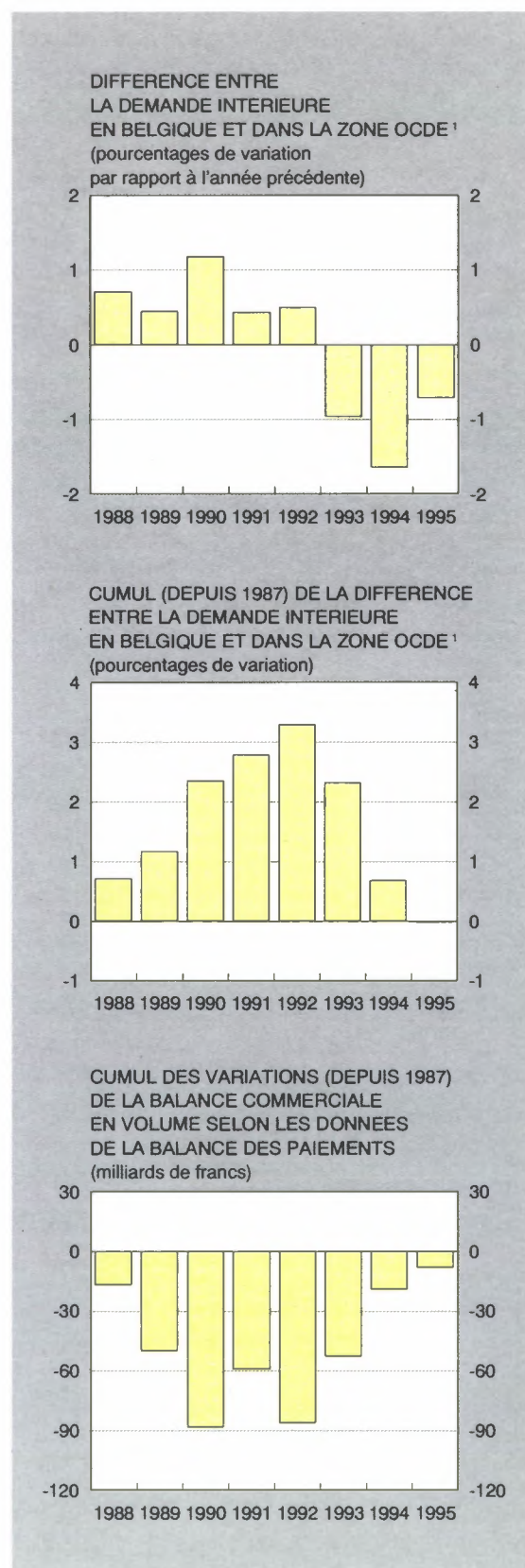
exportations d'un côté et celles de la valeur ajoutée ou de l'emploi de l'autre. Lorsqu'il s'agit cependant d'illustrer l'ampleur de l'intégration économique mondiale, les comptages multiples d'inputs intermédiaires ne posent toutefois pas de problème réel. Ils attirent en effet l'attention sur un aspect réel de l'intégration économique, c'est-à-dire que les processus de production sont davantage fractionnés en différents stades, effectués dans plusieurs pays.

Une telle fragmentation des processus de production a pu être réalisée grâce à la création au niveau politique d'un climat favorable à une spécialisation internationale. Les efforts fournis dans le cadre du GATT pour le démantèlement des barrières commerciales, la conclusion d'accords régionaux d'intégration — par exemple le marché unique ou l'AELE en Europe, ou l'ALENA en Amérique du Nord —, ainsi que les changements survenus récemment dans les économies extérieures à la zone OCDE qui, auparavant, étaient fortement orientées vers leur marché domestique, sont autant d'exemples de la naissance de ce climat commercial d'ouverture. L'abolition des contrôles des changes et des restrictions sur les mouvements de capitaux — plus particulièrement dans le domaine des investissements directs — ont entraîné une évolution identique dans la sphère financière.

Enfin, le progrès technologique dans le domaine des télécommunications et du transport a permis l'essor d'entreprises actives au niveau mondial, alors que, dans le même temps, l'ouverture de marchés de marchandises plus vastes et plus concurrentiels a entraîné des économies d'échelle, lesquelles sont, avec d'autres aspects d'une concurrence imparfaite, au centre des théories « modernes » sur les échanges internationaux¹, qui, en contradiction avec la théorie plus traditionnelle des avantages comparatifs, propose une explication des phénomènes empiriques constatés, comme le « intra industry trade » décrit plus haut.

Dans le contexte de ces évolutions structurelles, il semble indiqué, pour une analyse des évolutions en termes de volume des opérations sur marchandises, de prendre en compte

GRAPHIQUE 5 — DEMANDE RELATIVE ET EVOLUTION EN VOLUME DE LA BALANCE COMMERCIALE



Sources : OCDE, BNB et ICN (pour la Belgique).

¹ Définie comme le taux de croissance de la demande intérieure en Belgique diminué du taux de croissance de la demande intérieure de la zone OCDE, mesurée par la demande intérieure de chaque pays membre, pondérée par la structure des exportations de biens de l'UEBL.

¹ Voir notamment Krugman, P.R., *Rethinking international trade*, MIT Press, Cambridge, 1994.

simultanément l'évolution des volumes à l'exportation et à l'importation. Une telle analyse donne un rôle central à l'évolution du degré de couverture en volume — l'écart entre l'évolution des volumes à l'exportation et à l'importation. Des divergences temporaires ou structurelles du rythme d'internationalisation constaté à l'échelle mondiale sont donc neutralisées, alors que ces mêmes écarts, si l'on s'attache uniquement à l'évolution des volumes à l'exportation et à l'importation, peuvent entraîner des conclusions univoques, voire même, dans certains cas, erronées.

En 1995, le degré de couverture en volume de l'UEBL s'est amélioré pour la troisième année consécutive, après avoir reculé de façon ininterrompue entre 1987 et 1992. Ces deux mouvements contradictoires doivent en premier lieu être mis en rapport avec l'évolution relative de la demande en UEBL. Entre 1987 et 1992, la demande intérieure en Belgique a crû plus rapidement que chez les partenaires commerciaux, de sorte que le volume des importations a augmenté plus vite que celui des exportations. Durant la période 1993-1995, la hausse des importations est cependant restée inférieure à celle des exportations, car la demande intérieure de l'UEBL a progressé moins rapidement que chez les partenaires commerciaux. Sur l'ensemble de la période 1988-1995, aucune différence n'aurait, en revanche, été enregistrée dans la demande, tandis que le volume des exportations enregistrerait quasiment la même progression que les importations.

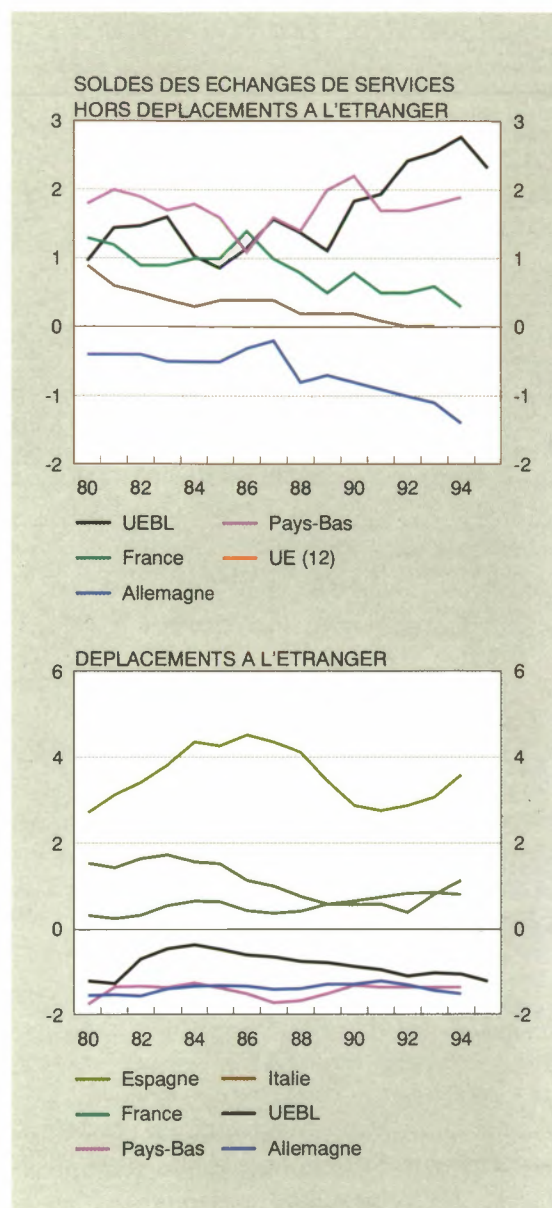
1.2 Echanges de services

Depuis le début des années 1990, l'excédent des échanges internationaux de services entre l'UEBL et le reste du monde a apporté une contribution croissante au surplus courant ; en 1995, il s'est élevé à 93 milliards, soit 1,1 p.c. du PIB.

Ce résultat est encore plus significatif si l'on fait abstraction des déplacements à l'étranger, pour lesquels l'UEBL présente des désavantages comparatifs. Ces déplacements laissent en effet un déficit de l'ordre de 1,2 p.c. du PIB, soit

GRAPHIQUE 6 — ECHANGES INTERNATIONAUX DE SERVICES¹

(soldes en pourcents du PIB)



Sources : Eurostat, publications nationales, BNB.

¹ Des changements dans la méthodologie ont conduit à des ruptures de séries pour l'UEBL en 1995.

un pourcentage comparable à celui de pays qui se trouvent dans une situation similaire, comme l'Allemagne et les Pays-Bas. Les autres services dégagent alors un surplus de l'ordre de 2,3 p.c. du PIB.

Mesurées en flux bruts, les opérations sur services de l'UEBL ont aussi montré une forte évolution au cours des dernières années, si bien que la part des services dans le total des opérations internationales sur marchandises et sur

TABEAU 6 — PART DES SERVICES DANS LE COMMERCE MONDIAL ET LA VALEUR AJOUTÉE

	1970 ¹	1980	1990	1994 ²
Echanges de services en pourcents du commerce de biens et services				
UEBL	19	18	21	25
Allemagne	20	20	16	17
Pays-Bas	19	21	30	35
France	22	21	21	23
Union européenne ³ ..	22	21	21	23
Monde	22	19	21	21
Valeur ajoutée des services marchands en pourcents du PIB				
UEBL	40	46	50	52
Allemagne	32	39	44	47
Pays-Bas	38	47	51	54
France	40	43	48	49
Union européenne ³ ..	37	42	47	48

Sources : OCDE, FMI, Eurostat, BNB. Calculs : BNB.

¹ Y compris les revenus du travail, indissociables des services marchands dans les statistiques relatives à cette période.

² Pour la valeur ajoutée dans les services marchands, la part mentionnée concerne l'année 1993 pour les pays individuels, et 1992 pour l'ensemble de l'Union européenne.

³ Ensemble des 12 membres (UE à l'exclusion de l'Autriche, la Finlande et la Suède).

services a progressé de 21 p.c. en 1990 à 25 p.c. en 1994. Cette avancée des services a même été légèrement supérieure à celle observée dans la plupart des autres pays. Plusieurs facteurs ont contribué à cette progression, comme le développement de la place financière de Luxembourg, l'extension des institutions européennes implantées en UEBL ou la création en Belgique des centres de coordination, qui seront étudiés plus avant. La progression relative des services en UEBL est encore plus nette si l'on établit une comparaison avec leur situation de départ en 1970 ou 1980.

Sur cette période plus longue, la croissance des opérations internationales sur services, au niveau mondial comme dans l'ensemble de l'UE, a enregistré le même rythme que la croissance des échanges de marchandises. On ne constate donc pas la même tendance à la tertiarisation dans les échanges internationaux que celle qui s'est produite pour la production et qui a conduit à une progression considérable de la part des services négociables dans le PIB. Ceci peut s'expliquer par des obstacles techniques ou institutionnels subsistant dans le domaine des services, mais aussi par l'internationalisation rapide qu'a connu le commerce de marchandises, sous

l'impulsion notamment des libéralisations négociées dans le cadre du GATT. Le degré d'internationalisation pour les services — c'est-à-dire le rapport entre la croissance du commerce international de services et la production — est toutefois resté moins élevé, mais l'extension récente des accords du GATT au domaine des services pourrait ouvrir la voie d'un rattrapage. En raison des possibilités plus limitées de prestations de services au-delà des frontières, la libéralisation des opérations sur services ne s'exprimera toutefois pas nécessairement dans la balance des services. L'offre de services sur les marchés étrangers s'effectuera également par l'intermédiaire de filiales établies à l'étranger ; les bénéfices tirés de cette activité s'inscrivent donc dans la rubrique des revenus comme un revenu d'investissement direct.

Transports

Le transport international et les services qui en dépendent ont traditionnellement dégagé un surplus pour l'UEBL, qui s'explique dans une mesure non négligeable par la présence d'importants ports maritimes sur son territoire,

TABEAU 7 — TRANSPORTS

(milliards de francs)

	1995		
	Recettes	Dépenses	Solde
Fret	228	178	49
Transport maritime	120	99	22
Transport aérien	11	5	6
Autres modes de transport ¹	97	75	22
Transport de personnes	34	27	7
Transport maritime .....	...	...	...
Transport aérien	29	22	7
Autres modes de transport ¹	5	4	1
Autres frais de transport	24	16	8
Transport maritime	18	9	9
Transport aérien	2	4	-2
Autres modes de transport ¹	5	3	2
Total	286	221	65
Transport maritime	138	108	30
Transport aérien	41	31	10
Autres modes de transport ¹	106	82	25

Source : BNB.

¹ Principalement le transport routier, ferroviaire et fluvial.

lesquels remplissent une fonction pour l'ensemble du marché européen. En 1995, ces services de transports ont dégagé un excédent de 65 milliards.

Ils couvrent le transport de passagers et de marchandises, quel qu'en soit le mode (maritime, aérien ou autre), ainsi que les services auxiliaires et les activités connexes, comme les frais de chargement et d'emballage.

La rubrique « fret » de la balance des paiements ne reflète toutefois pas l'intégralité des frais de transport engagés, dont une partie est en effet comprise dans les exportations et importations de marchandises, en fonction des conditions du contrat passé entre l'acheteur et le vendeur du bien. A cette réserve près, l'évolution du fret est étroitement liée à celle du commerce de biens, ce qui explique notamment pourquoi cette rubrique dégage un surplus, qui a en outre tendance à s'accroître depuis le début des années 1980 ; en 1995, ce surplus a atteint 49 milliards. Le nouveau système de collecte permet désormais de répartir ce surplus par mode de transport. Le transport maritime est prépondérant dans les flux de fret : en 1995, il représentait quelque 55 p.c., le transport routier, ferroviaire et fluvial représentant 40 p.c. et le solde relevant du transport aérien. Cette répartition est pratiquement identique en recettes et dépenses et se retrouve donc également au niveau du solde. Une telle répartition en valeur s'éloigne sans doute de celle des volumes transportés, car les distances parcourues et les prix unitaires varient fortement d'un mode de transport à l'autre : il est probable que la part des quantités transportées par voie maritime et aérienne serait alors inférieure, et vice-versa pour celle des quantités transportées par route, chemin de fer ou voie fluviale.

Enfin, les activités de transport de personnes dégagent un excédent, qui s'est élevé à 7 milliards en 1995, réalisé presque exclusivement dans le transport aérien, ce qui signifie que les compagnies aériennes nationales fournissent davantage de services aux étrangers que les compagnies étrangères n'en prestant pour des résidents. Ce surplus n'implique cependant pas nécessairement que les activités des compagnies nationales apportent une contribution nette à la balance des paiements, puisqu'elles importent

notamment une partie de leurs inputs, p.ex. les carburants.

Déplacements à l'étranger

Les déplacements à l'étranger donnent, en recettes, la valeur des biens et services achetés par les non-résidents — y compris les étudiants et les personnes en traitement médical — lors de leur séjour en UEBl et, en dépenses, les achats correspondants des résidents lors de leur séjour à l'étranger. Ces déplacements produisent un déficit structurel ; en 1995 il a atteint 103 milliards, soit 1,2 p.c. du PIB. Son ampleur approche celle enregistrée par l'Allemagne ou les Pays-Bas. Ces pays, contrairement à la France, l'Espagne ou l'Italie, ne disposent, pas plus que l'UEBl, d'avantages comparatifs en termes de tourisme susceptibles d'attirer massivement les étrangers et de retenir les résidents, avec pour conséquence, dans la rubrique déplacements à l'étranger, des recettes faibles et des dépenses élevées. Une comparaison sur une période plus longue montre que les déplacements à l'étranger sont relativement sensibles aux importants mouvements de cours de change : la dévaluation de 1982, en renforçant l'attrait de l'UEBl pour les non-résidents et en diminuant le pouvoir d'achat des résidents à l'étranger, a provoqué une contraction du déficit, qui représentait à peine 0,4 p.c. du PIB en 1984. Ce n'est qu'en 1992 que le déficit a retrouvé le niveau qu'il avait atteint avant la dévaluation. L'évolution des surplus de déplacements à l'étranger dégagés par des pays comme l'Italie ou l'Espagne, qui ont sensiblement augmenté depuis 1992, année à partir de laquelle les monnaies de ces pays se sont dépréciées vis-à-vis des monnaies les plus fortes du SME, confirme la sensibilité de cette catégorie de dépenses aux variations de cours de change. Cette sensibilité s'explique en partie par la très grande difficulté pour les producteurs nationaux d'atténuer l'incidence d'une dévaluation en ajustant leurs prix à la nature de leurs clients étrangers car ceux-ci, étant sur place, se fondent dans la clientèle locale. Le solde des déplacements à l'étranger est également sensible à la situation conjoncturelle par le biais de l'évolution du revenu disponible des ménages : la lente dégradation du solde observée depuis 1984 n'a ainsi été interrompue qu'en 1993, unique année de croissance économique négative au cours de cette période.

Autres services prestés par le secteur privé

Comme mentionné dans la partie 1, une répartition plus fine des opérations sur services est disponible, depuis 1995, pour les autres services prestés par le secteur privé. Ces données indiquent que l'UEBL n'est pas également active dans toutes les branches de services. Le surplus est essentiellement généré par les activités d'assurance, les services financiers et les « autres services commerciaux », qui sont ventilés davantage ci-dessous.

Les recettes nettes de 10 milliards encaissées au titre des services d'assurance sont concentrées dans les secteurs des assurances-vie et de la réassurance. Ces activités sont précisément celles dans lesquelles certaines sociétés luxembourgeoises se sont spécialisées sous l'impulsion de la libéralisation du marché européen des services, mais également par le biais d'une législation fiscalement favorable au développement de sociétés captives de réassurance au sein des grandes multinationales. Ces captives opèrent comme réassureurs des risques contre lesquels

TABLEAU 9 — SERVICES D'ASSURANCE

(milliards de francs)

	1995		
	Recettes	Dépenses	Solde
Assurances-vie	5	1	4
Assurance-frêt .....	...	1	...
Autres assurances directes ...	11	10	...
Réassurance	50	42	8
Services auxiliaires .....	...	2	-1
Total	66	56	10

Source : BNB.

d'autres filiales du groupe se sont couvertes auprès de compagnies d'assurances extérieures. D'une part, cette technique permet de mieux couvrir des risques industriels très spécifiques pour lesquels il est difficile de trouver des conditions avantageuses sur le marché. D'autre part, la législation luxembourgeoise permet aux captives de mettre en réserve, pour couvrir les dommages futurs, les primes recueillies, et ce, sous certaines conditions, en franchise d'impôts.

TABLEAU 8 — AUTRES SERVICES RENDUS PAR LE SECTEUR PRIVE

(milliards de francs)

	1995		
	Recettes	Dépenses	Solde
Services de communication	18	9	8
Services postaux et courrier	2	1	1
Services de télécommunications	16	9	7
Services de construction	20	22	-2
Services d'assurance	66	56	10
Services financiers	143	95	49
Services d'informatique et d'information	19	15	4
Service d'informatique	19	14	5
Service d'information .....	...	2	-1
Redevances et droits de licence	18	35	-17
Autres services commerciaux	316	283	32
Services personnels, culturels et récréatifs	11	20	-9
Services audiovisuels et connexes	5	13	-8
Autres	6	7	-2
Total	611	536	75

Source : BNB.

Le développement de la place financière de Luxembourg est également un facteur déterminant de l'excédent engrangé dans le domaine des services financiers, qui s'est élevé à 49 milliards en 1995. Comme les années précédentes, une grande partie de celui-ci est en effet liée à l'activité des organismes luxembourgeois de placement collectif. Les activités bancaires génératrices de commissions sont également en boni, tant au niveau des banques belges que luxembourgeoises.

La dernière spécificité de l'UEBL dans les échanges internationaux de services relève des « autres services commerciaux », qui ont au total, en 1995, dégagé un surplus de 32 milliards. A côté de recettes nettes relativement limitées dans les services de publicité et d'architecture et d'ingénierie, ce surplus s'est essentiellement constitué grâce à l'excédent substantiel dégagé par les services entre entreprises liées. Ces services — qui, faute d'informations suffisantes, n'ont pu être classés en fonction de leur nature dans les rubriques appropriées de la balance des paiements — sont majoritairement des prestations fournies par les centres de coordination

TABEAU 10 — AUTRES SERVICES COMMERCIAUX

(milliards de francs)

	1995		
	Recettes	Dépenses	Solde
Négoce international et autres services liés au commerce	35	49	- 14
Négoce international (net)	4	4	...
Autres services liés au commerce	31	45	- 14
Leasing opérationnel	10	9	1
Autres services commerciaux, professionnels et techniques	271	226	45
Services juridiques, comptabilité, conseil en gestion et relations publiques	9	11	- 3
Publicité, études de marché et sondages d'opinion	27	19	7
Recherche et développement	9	9	...
Architecture, ingénierie et autres services techniques	24	22	2
Services aux activités agricoles et aux industries extractives	3	5	- 2
Autres	6	10	- 4
Services entre entreprises liées, n.c.a.	194	149	45
<i>dont : via les centres de coordination</i>	48	27	21
Total	316	283	32

Source : BNB.

aux entreprises de leur groupe à l'étranger, principalement dans les domaines du conseil fiscal et juridique, de la comptabilité et de la gestion administrative, ainsi que dans les services financiers comme la gestion des risques de change et de taux d'intérêt.

Le surplus dégagé par les services de télécommunication est principalement lié aux redevances versées à une société luxembourgeoise pour l'exploitation d'un système de satellites, tandis que celui enregistré au niveau des activités de consultance, développement ou entretien de programmes informatiques est essentiellement le fait des centres de coordination.

Dans d'autres catégories de services, l'UEBL possède plutôt des désavantages comparatifs qui expliquent leur solde déficitaire. Au niveau des redevances et droits de licence par exemple — qui recouvrent les revenus liés à la propriété d'actifs non financiers incorporels comme les brevets — l'UEBL est débiteur net à l'égard du reste du monde, principalement vis-à-vis des Etats-Unis, mais également de pays européens comme les Pays-Bas, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la Suisse. Il en est de même pour les services audiovisuels, pour lesquels les dépenses relatives aux frais de production et de distribution de films cinématographiques et d'émissions de télévision dépassent les recettes.

Services publics non compris ailleurs

Les services publics non compris ailleurs sont une catégorie résiduelle censée couvrir les services rendus par le secteur public qui ne peuvent être attribués aux autres rubriques de la balance; ils comprennent ainsi généralement les frais liés aux représentations diplomatiques ou aux bases militaires.

En raison de l'implantation en UEBL du siège d'importantes institutions internationales, de nombreux pays ont été incités à y ouvrir ou à y renforcer leur représentation diplomatique. Il existe ainsi un déséquilibre entre le nombre de représentations étrangères en Belgique et du personnel qui y travaille et les chiffres correspondants relatifs aux implantations belges et luxembourgeoises à l'étranger. Comme les achats de biens et services locaux, ainsi que les salaires payés au personnel local constituent dans le premier cas des recettes pour l'UEBL et, dans le second, des dépenses, il en résulte des recettes nettes pour l'UEBL, qui se sont élevées à 7 milliards en 1995.

Dans la balance des paiements de l'UEBL, cette rubrique comprend également, et essentiellement, les achats de services par les institutions européennes — et, plus marginalement,

par l'OTAN — à des entreprises résidentes. Ces achats ont été de l'ordre de 50 milliards en 1995 et auraient principalement eu trait à des frais de recherche et développement, de loyers et de services informatiques.

Au total, les services publics non compris ailleurs ont dégagé, en 1995, un excédent de 56 milliards.

1.3 Revenus

Les revenus comprennent aussi bien les revenus du travail que les revenus de placements et d'investissements.

Les revenus du travail comprennent principalement les salaires, les traitements et les rémunérations de la main-d'œuvre frontalière et saisonnière. Les traitements et salaires des résidents de l'UEBL qui sont employés notamment par les institutions européennes établies en UEBL sont également repris dans cette rubrique. Les revenus de placements et investissements regroupent les revenus des investissements directs, des investissements de portefeuille et des autres placements. Il s'agit entre autres d'intérêts et de dividendes perçus et versés.

A l'instar de ce qui a été observé depuis le début des années 1980, les revenus ont, en 1995, occasionné des recettes nettes pour l'UEBL de 188 milliards.

Revenus du travail

L'UEBL perçoit structurellement davantage de revenus du travail en provenance de l'étranger qu'elle n'en verse au reste du monde; en 1995, ces recettes nettes se sont élevées à 64 milliards.

Ce surplus tient au fait que les institutions internationales — en particulier les institutions européennes — établies sur le territoire de l'union sont considérées comme des entités non-résidentes : en conséquence, les salaires qu'elles versent à leur personnel résidant en UEBL sont des recettes pour celle-ci. Le montant de ces salaires s'est élevé à 73 milliards et dépasse

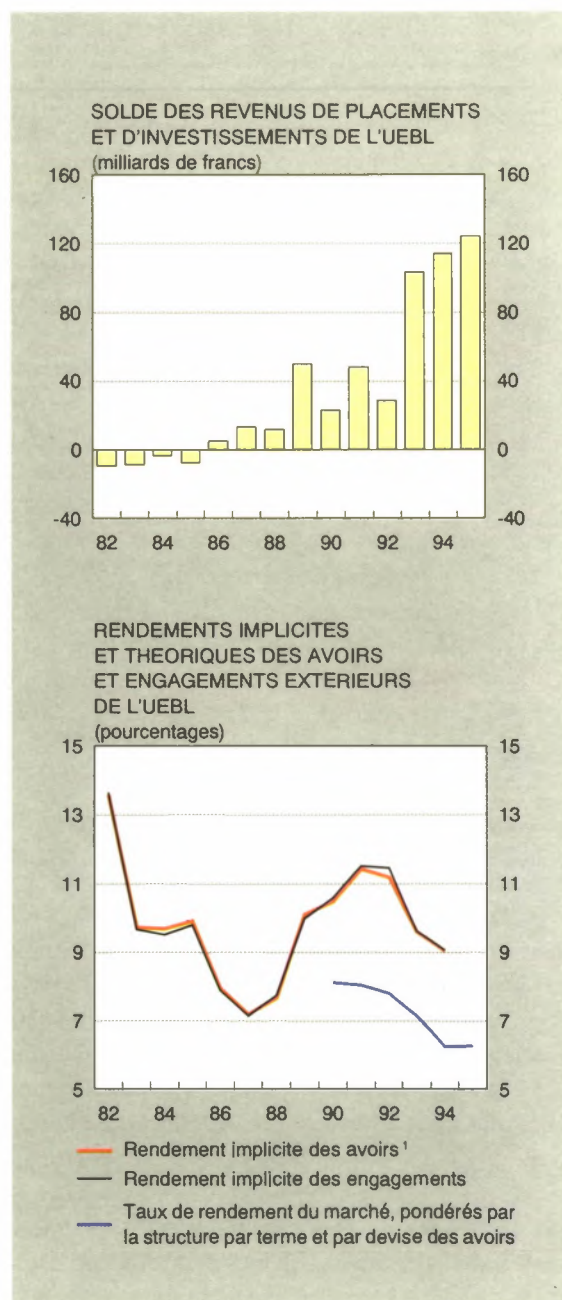
largement celui des dépenses nettes effectuées au titre du travail frontalier.

Si le nombre de Belges travaillant à l'étranger est en effet supérieur à celui des travailleurs étrangers occupés en Belgique, la situation inverse prévaut au Luxembourg. Le nombre des travailleurs frontaliers entrants y a même fortement progressé, particulièrement au début des années 1990, ce qui montre que ce phénomène est notamment lié au développement de la place financière de Luxembourg. Les travailleurs frontaliers ne se cantonnent toutefois pas au secteur financier, mais sont également très présents dans la métallurgie, la construction ou le commerce de gros et de détail. Au total, les frontaliers français et allemands représentaient, au début de 1994, 18 p.c. des travailleurs employés au Luxembourg. Pour l'UEBL dans son ensemble, le nombre de frontaliers entrants est ainsi supérieur à celui des frontaliers sortants, ce qui explique les versements nets à concurrence de 10 milliards au reste du monde enregistrés en 1995.

Revenus de placements et d'investissements

Les revenus nets de placements et d'investissements — 124 milliards de francs — comprennent, d'une part, les intérêts perçus et versés et, d'autre part, les revenus de dividendes, tant des investissements de portefeuille que des investissements directs. Comme mentionné dans la partie 1, le principe des intérêts courus n'est pas encore appliqué dans la balance des paiements de l'UEBL. Les revenus de placements et investissements sont donc enregistrés au moment où les intérêts et les dividendes sont effectivement versés à l'étranger ou perçus de l'étranger. Ce principe de base de caisse ne doit pas être perdu de vue lors de l'analyse de ces revenus. Cela signifie notamment que les modifications dans le comportement de rapatriement des résidents et des non-résidents et les changements dans la structure par terme des avoirs et engagements peuvent fortement influencer le solde des revenus. Une conversion d'avoirs à court terme, comme des dépôts, en avoirs à long terme, tels que des obligations, par exemple, postposera les versements de revenus d'intérêts, éventuellement à l'année suivante, tandis qu'un mouvement inverse les avancera.

GRAPHIQUE 7 — SOLDE DES REVENUS DE PLACEMENTS ET D'INVESTISSEMENTS ET RENDEMENTS DES AVOIRS ET ENGAGEMENTS EXTERIEURS



Source : BNB.

¹ A l'exclusion de l'or monétaire.

Les revenus nets ont été en grande partie estimés pour 1995. L'introduction du nouveau système de collecte des données a entraîné des lacunes dans les statistiques imputables au fait que les deux plus grands organismes de compensation de titres au monde sont établis en Belgique et au Luxembourg. Il semble en effet extrêmement difficile pour ces organismes de distinguer les intérêts qui reviennent ou sont à

charge de résidents de ceux versés à leur clientèle non résidente ou dus par celle-ci.

L'évolution des revenus nets de placements et d'investissements est essentiellement déterminée par celle de la position extérieure nette et des taux d'intérêt du marché. La tendance à la hausse de ces revenus nets — qui dégagent un surplus depuis 1986 — sur les dix dernières années doit être mise en rapport avec le fait que, chaque année, l'UEBL enregistre une augmentation des avoirs nets sur l'étranger, principalement sous l'influence des surplus courants de la balance des paiements. En 1995, la croissance des avoirs nets sur l'étranger a contribué une nouvelle fois à la légère progression du surplus des revenus.

L'incidence de l'évolution des taux du marché sur le solde net des revenus de placements et d'investissements est très complexe. La structure de l'actif et du passif sur l'étranger est très différenciée, tant pour ce qui est des instruments utilisés (dépôts, obligations, actions, investissements direct, ...) que de la composition par devise et par terme. Il ne faut donc pas tenir compte uniquement de l'évolution de nombreux taux du marché et de la rentabilité relative des entreprises de l'UEBL et étrangères, mais aussi des glissements dans la structure des actifs et des passifs. Par ailleurs, les banques de l'UEBL jouent un rôle important sur le marché international dans l'intermédiation des flux financiers. Le résultat est aussi déterminé par le fait qu'elles appliquent des taux créditeurs et débiteurs différents pour des instruments identiques — tant du point de vue de la forme, du terme que de la devise —, différence qui peut encore varier en fonction des circonstances du marché. Bien que cette marge d'intermédiation soit généralement très limitée, elle fournit — rapportée à de très importants avoirs et engagements — un montant considérable de revenus d'intérêts nets pour l'UEBL.

Une indication quant à l'orientation de l'influence de l'évolution des taux d'intérêt peut être obtenue en calculant une moyenne des taux du marché pondérée chaque année par la structure des actifs sur l'étranger. Il en ressort que le rendement implicite de l'actif et du passif extérieurs — c'est-à-dire les pourcentages obtenus en exprimant les revenus perçus et versés enregistrés dans la balance des paiements en

pourcentage de l'actif et du passif — suit pratiquement l'évolution de cette moyenne pondérée¹. En 1995, le rendement moyen pondéré serait resté à peu près stable par rapport à 1994, de sorte que l'influence des évolutions de taux sur le solde net des revenus de placements et investissements a été quasiment neutre. La baisse de la plupart des taux à long terme a en effet été compensée par l'augmentation des taux à court terme de quelques devises importantes comme le dollar, la livre sterling et le franc français.

1.4 Transferts

Les transferts constituent la contrepartie des transactions réelles ou financières effectuées à titre gratuit. Comme il a été mentionné dans la partie 1, la cinquième édition du Manuel de la balance des paiements du FMI distingue les transferts courants et en capital, seuls les premiers étant encore placés dans le compte courant. Les transferts en capital sont en revanche inscrits dans un compte de capital distinct.

On parle d'un transfert en capital lorsque celui-ci a trait ou est lié au transfert d'un bien immobilier et dans le cas d'une remise de dette. Un transfert d'argent liquide, pour le financement d'investissements par le pays de destination, tombe également sous cette rubrique. Tous les autres transferts sont considérés comme des transferts courants.

En 1995, les transferts courants se sont soldés par des paiements nets au reste du monde de 96 milliards. Ils sont qualifiés de transferts privés ou publics en fonction de la nature du résident qui les a effectués ou qui en est le bénéficiaire.

Les transferts privés comprennent les envois d'économies des travailleurs migrants vers leur

pays d'origine, les règlements de TVA ou d'accises à des pouvoirs publics étrangers ou leur remboursement, les divers dons, contributions et autres amendes reçus ou versés ainsi que les pensions perçues de l'étranger. En 1995, comme par le passé, ces opérations ont donné lieu à des versements nets au reste du monde.

Les transferts publics sont quant à eux majoritairement constitués des paiements nets effectués par l'UEBL à l'Union européenne; en 1995, ils se sont élevés à 43 milliards.

La contribution au financement du budget de l'Union européenne a représenté en moyenne, entre 1990 et 1995, quelque 1,4 p.c. du PIB de l'UEBL; en 1995, elle s'est élevée à 112 milliards. Son évolution est le reflet de différentes réformes budgétaires qui ont principalement visé à accroître la concordance entre les contributions des différents Etats et leur prospérité réelle. Dans le cas de l'UEBL, cela s'est traduit par un alourdissement, jusqu'en 1994, de la contribution basée sur le PNB; en 1995, celle-ci a cependant diminué. La contribution basée sur la TVA est demeurée pratiquement stable. En revanche, les ressources propres traditionnelles, c'est-à-dire principalement les droits de douanes, ont eu tendance à diminuer dans le cadre de la libéralisation mondiale des échanges de marchandises. En raison de la présence de ports sur son territoire, des droits de douane et des prélèvements agricoles sont également perçus par la Belgique sur des marchandises à destination d'autres pays de l'UE. Dans ce cas, la charge de ces droits incombe à l'importateur non résident, et ces recettes sont alors enregistrées dans d'autres rubriques de la balance des paiements, sans qu'il soit possible de les localiser avec précision. Ces droits étant payés par l'UEBL à l'Union européenne, on ne peut donc pas en conclure que l'UEBL supporte ces taxes.

Les politiques européennes ont quant à elles rapporté des recettes annuelles qui sont passées de 53 milliards en 1990 à 69 milliards en 1995. La majeure partie de ces recettes découle de la politique agricole commune et est constituée, d'une part, d'aides directes aux producteurs résidents et, d'autre part, de restitutions à l'exportation hors de l'UE, couvrant la différence entre les cours mondiaux et les prix garantis. Ces restitutions sont versées par le Fonds européen d'orientation et de garantie

¹ Les rendements qui découlent de l'enregistrement des paiements dans la balance des paiements, s'ils présentent un profil similaire, n'en demeurent pas moins largement supérieurs à la moyenne pondérée des taux de rendement du marché. Cette différence de niveau est attribuable au développement, à partir de la fin des années 1980, des opérations de swap et de trading qui, lorsqu'elles sont enregistrées dans la balance des paiements, font augmenter simultanément les recettes et les dépenses d'intérêts.

TABLEAU 11 — TRANSFERTS ENTRE L'UEBL ET L'UNION EUROPEENNE¹

(soldes en milliards de francs)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Transferts à destination de l'UE	-84	-106	-104	-108	-123	-112
Contribution au budget de l'UE	-82	-103	-101	-105	-122	-112
Contribution au Fonds Européen de Développement Régional	- 2	- 3	- 3	- 3	- 1	...
Transferts en provenance de l'UE	53	66	68	66	68	69
Au titre de la politique agricole commune	50	62	58	51	52	62
Au titre des politiques structurelles	3	4	10	15	16	7
Solde	-31	- 40	- 36	- 42	- 55	- 43

Source : BNB.

¹ A partir de l'année 1995, les transferts en capital ne figurent plus dans ce tableau.

agricole (FEOGA) aux pays où ont été dédouanées les marchandises. Pour diverses raisons, des exportateurs d'autres pays européens ont choisi, en 1995, d'exporter via les ports belges, gonflant les recettes de l'UEBL en provenance du FEOGA, qui ne sont pas le reflet fidèle du soutien réel de l'UE au secteur agricole résident. Les restitutions indûment perçues ont été ensuite reversées par la Belgique à leur bénéficiaire, mais, comme ces dépenses sont enregistrées ailleurs dans la balance des paiements et ne peuvent être isolées, il est impossible de déterminer avec précision le montant exact des restitutions qui reviennent effectivement aux exportateurs de l'UEBL.

La croissance des recettes en provenance de l'UE a également résulté, jusqu'à 1994, de transferts accrus au titre des politiques structurelles. Dans le cadre du plan pluriannuel 1994-1999¹, l'accent a en effet été mis sur ces politiques dans le but d'accroître la convergence entre les Etats membres. La Belgique a aussi bénéficié de cette évolution. La baisse des recettes au titre de politiques structurelles, en 1995, n'est qu'apparente, car une partie des aides européennes prennent la forme de subsides en capital qui sont désormais compris dans les transferts en capital et non plus dans les transferts courants.

¹ Les fonds structurels de l'UE ont été institués pour réduire les écarts entre les Etats membres et les régions en matière de niveau de vie, d'infrastructures et d'emploi. Deux plans pluriannuels se sont succédé, l'un pour la période 1989 — 1993, le suivant pour les années 1994 — 1999. Pour la première fois, des moyens financiers ont été transférés aux régions en retard de développement des Etats plus « riches ».

Les autres transferts publics ont principalement trait à des paiements nets de pensions ainsi qu'à divers dons.

2. OPERATIONS EN CAPITAL ET FINANCIERES

Comme il a été expliqué dans la partie 1 du présent article, l'ancien compte de capital de la balance des paiements est désormais scindé en deux composantes : le compte de capital et le compte financier.

2.1 Opérations en capital

Le compte de capital est constitué de deux rubriques, à savoir les transferts en capital, comme défini ci-dessus dans la partie 2, 1.4, et les opérations sur actifs non financiers non produits. Ces dernières transactions ont trait aux achats et aux ventes notamment des brevets, licences et marques. Les versements pour le transfert de propriété de ces actifs seront donc dorénavant distingués des rémunérations pour leur utilisation, qui sont enregistrées dans les opérations sur services.

A l'heure actuelle, les informations relatives aux opérations en capital sont encore fragmentaires; celles qui ont pu être recueillies

TABLEAU 12 — BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL

(soldes en milliards de francs)

	1995				
	1 ^{er} trimestre	2 ^{ème} trimestre	3 ^{ème} trimestre	4 ^{ème} trimestre	Année
Opérations courantes	190	43	92	120	445
Opérations en capital et financières	-190	- 44	- 92	-120	-445
Opérations en capital	3	...	1	2	6
Opérations financières	-193	- 44	- 93	-122	-450
Opérations peu sensibles à la politique monétaire et de change ¹	- 44	- 12	23	26	- 6
dont : investissements directs	- 28	- 21	11	22	- 15
Opérations sensibles à la politique monétaire et de change	-248	196	60	48	56
dont : avoirs et engagements en francs des non-résidents (nets)	-291	450	184	- 77	265
— titres des pouvoirs publics	- 97	63	14	- 22	- 42
certificats	- 37	11	26	- 38	- 38
obligations linéaires	- 61	52	- 12	17	- 4
— avoirs et engagements auprès des établissements de					
crédit résidents (nets)	-194	387	170	- 55	308
au comptant	5	150	129	- 58	225
à terme	-199	237	41	3	83
Dette publique en monnaies étrangères	- 10	- 1	-215	- 35	-261
Opérations de swap conclues par la BNB	117	-218	26	-157	-231
Réserves de change nettes de la BNB ²	- 8	- 9	13	- 5	- 8

Source : BNB.

¹ Investissements directs et opérations en francs des pouvoirs publics autres que sur titres. Signe - : sorties de capitaux.² Signe - : augmentation des réserves au comptant.

montrent, pour l'ensemble de l'année 1995, une entrée nette de 5 milliards, constituée principalement de subsides en capital versés par l'UE aux régions et communautés belges. Les acquisitions ou cessions d'actifs non financiers non produits ont quant à elles été négligeables.

2.2 Opérations financières

L'ensemble du solde de la balance courante et des opérations en capital permet de déduire la capacité nette ou le besoin net de financement d'une économie, qui se traduit par la formation d'avoirs nets sur le reste du monde dans le premier cas, ou, dans le second cas, d'engagements nets envers le reste du monde. Le compte des opérations financières indique non seulement les formes sous lesquelles s'est matérialisé ce mouvement net, mais aussi la nature des réallocations de portefeuille affectant les avoirs et engagements existant vis-à-vis de l'étranger.

La présentation détaillée de ces opérations selon le schéma proposé par le FMI dans la cinquième édition du Manuel de la balance des paiements n'a pu être finalisée à ce jour, en raison de grandes difficultés rencontrées dans la mise en œuvre du nouveau système de collecte, lesquelles ont engendré d'importantes erreurs et omissions.

C'est pourquoi il a été élaboré une présentation analytique et synthétique, qui vise à regrouper les opérations financières selon l'impact que peuvent exercer sur elles les autorités monétaires. Les transactions financières des entreprises et particuliers résidents et non résidents — encore appelées « opérations autonomes » — s'effectuent en effet en fonction notamment de l'évolution respective des taux d'intérêt et des cours de change en UEBL et à l'étranger, mais les influencent également. En dernier ressort, il appartient aux autorités monétaires d'intervenir sur le marché monétaire ou de change en fonction de l'objectif de cours de change qu'elles se sont assigné.

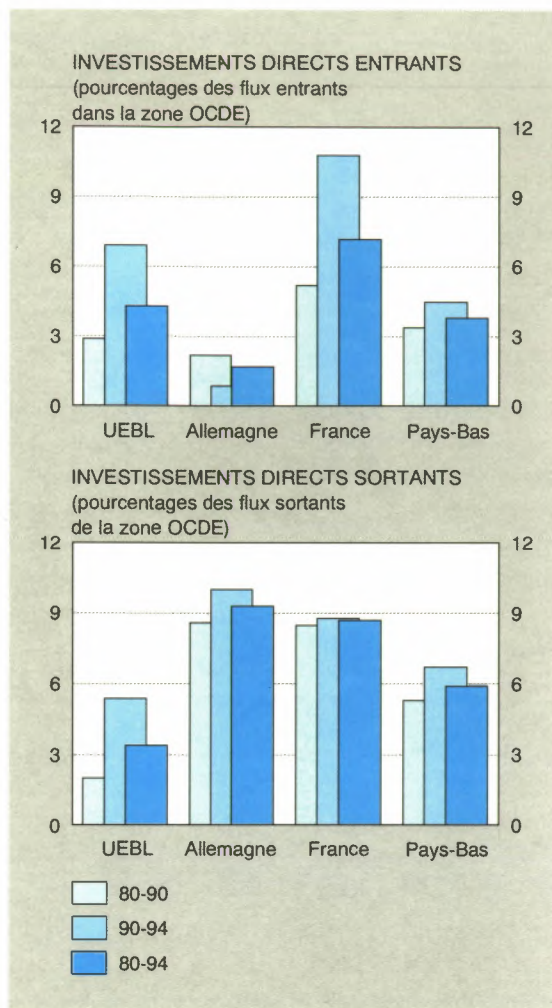
Trois catégories de transactions financières ont dès lors été distinguées. La première a trait aux opérations sur les déterminants desquels les autorités monétaires ont peu d'influence, comme les investissements directs. La deuxième couvre les transactions qui sont censées répondre aux signaux donnés par les autorités monétaires par le biais de modifications de taux d'intérêt ou de cours de change, de facto principalement des signaux en termes de taux depuis la liaison étroite du franc belge au mark allemand. Comme mentionné précédemment, on ne peut, au sein de cette catégorie de transactions, opérer de distinction par instrument et par secteur, pas plus qu'une répartition claire des avoirs et engagements des résidents par rapport à l'étranger, conformément à la nomenclature du FMI. Cela explique qu'une seule catégorie de transactions particulièrement pertinente pour l'analyse ait été mise en lumière, à savoir les transactions dont des non-résidents ont pris l'initiative et qui témoignent de leur préférence — éventuellement changeante — pour des avoirs en francs plutôt que dans d'autres devises. Il s'agit plus particulièrement de leurs avoirs en titres des pouvoirs publics en francs — certificats et obligations — et de leurs avoirs nets en francs auprès d'établissements de crédit de l'UEBL.

Si les opérations susmentionnées ne rétablissent pas spontanément l'équilibre sur le marché des changes, celui-ci peut être atteint par une variation des réserves au comptant, par une modification du volume des swaps de devises contre francs conclus avec les établissements de crédit résidents ou par une variation de la dette en devises des pouvoirs publics. Ces trois types de transactions forment la troisième catégorie d'opérations financières.

Opérations peu sensibles à la politique monétaire et de change

Les investissements directs couvrent les transactions effectuées par une entreprise dans le but d'établir une relation durable — tout en exerçant une influence significative dans sa gestion — avec une entreprise localisée dans un autre pays, ainsi que toutes les opérations financières effectuées entre elles par la suite. Etant donné la position centrale de l'UEBL en Europe et sa tradition d'ouverture, des relations

GRAPHIQUE 8 — POSITION DE L'UEBL ET DES TROIS PAYS VOISINS DANS LE FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DE L'OCDE



Source : OCDE.

d'investissements directs importantes se sont développées au fil des années, qui ont traditionnellement dégagé un solde positif.

Ainsi, entre 1980 et 1994, l'UEBL a attiré 4 p.c. des flux d'investissements directs entrant dans les pays de l'OCDE, soit plus que l'Allemagne ou les Pays-Bas, alors que son poids dans cette zone économique, mesuré par le PIB, n'est que de 1 p.c. ; entre 1990 et 1994, cette part s'est même élevée à 7 p.c. En tant que pays investisseur, l'UEBL représente, avec 3 p.c., une part relativement moins importante qu'en tant que pays d'accueil, même si celle-ci est toujours supérieure à son poids économique dans la zone, à l'instar de la France et des Pays-Bas.

TABLEAU 13 — INVESTISSEMENTS DIRECTS¹
(soldes en milliards de francs)

	1994		1995	
	de l'étranger en UEBL	de l'UEBL à l'étranger	de l'étranger en UEBL	de l'UEBL à l'étranger
Capital social²	249	-80	158	-107
Ventilation géographique				
— UE (15)	173	-78	108	-76
<i>dont</i> : Allemagne	8	-12	20	-7
Pays-Bas	68	-18	40	-33
France	54	-28	17	-18
— Suisse	-3	-2	18	-3
— Etats-Unis	51	-2	17	9
— Canada	5	...	3	-19
— Japon	10	5	1	2
— Autres	13	-3	11	-20
Ventilation sectorielle ³				
— Agriculture	n.	n.	1	...
— Industrie	n.	n.	25	-31
<i>dont</i> : industrie alimentaire	n.	n.	1	-29
<i>transformation de produits énergétiques</i>	n.	n.	8	14
<i>fabrications métalliques</i>	n.	n.	7	-3
<i>fabrication d'autres produits minéraux non métalliques</i>	n.	n.	3	-7
— Services	n.	n.	85	-58
<i>dont</i> : commerce de gros et de détail	n.	n.	8	-4
<i>institutions financières</i>	n.	n.	24	-55
<i>centres de coordination</i>	n.	n.	48	...
— Non déterminés au moment de l'investissement ⁴	n.	n.	47	-18
Autres	22	54	117	-183
<i>dont</i> ³ : centres de coordination	n.	n.	64	-70
Total	271	-25	274	-290

Source : BNB.

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

² Constitutions et extensions de sociétés, prises de participation et transactions sur immeubles.

³ Cette ventilation sectorielle, qui est effectuée sur la base du secteur auquel appartient l'entreprise résidente contrepartie de l'opération d'investissement direct, n'est disponible que depuis la réforme du système de collecte.

⁴ Cette rubrique comprend les investissements directs des sociétés de l'UEBL ou des sociétés étrangères en UEBL dont le numéro de TVA n'est pas connu au moment de l'enregistrement par les banques.

En 1995, les investissements directs se sont soldés par des sorties nettes de capitaux, à concurrence de 15 milliards. Cette année a en effet été marquée par quelques opérations relativement importantes de rachat d'entreprises étrangères par des sociétés belges; en revanche, l'apport de capital social par les sociétés étrangères dans les entreprises belges a été moins important qu'au cours des années précédentes.

Les investissements directs effectués par des entreprises étrangères dans des sociétés belges et luxembourgeoises ont occasionné des entrées de capitaux de 274 milliards.

L'apport de capital social, sous la forme de constitutions et d'extensions de sociétés et de prises de participations, s'est élevé à 158 milliards. Ces entrées de capitaux proviennent à concurrence de 70 p.c. des Etats membres de l'UE, plus particulièrement des trois pays voisins et du Royaume-Uni, et pour le reste, essentiellement des Etats-Unis et de Suisse. Un peu plus de la moitié du capital a été investi dans le secteur des services, ce qui s'explique en grande partie par l'importance des investissements dans les centres de coordination, qui se sont élevés à 48 milliards, soit près de 30 p.c. du total. L'apport de capital dans les centres de

coordination vise à répondre au souci croissant des milieux industriels et financiers de voir leurs débiteurs dotés de fonds propres suffisants pour couvrir les risques de crédit, de taux d'intérêt ou de change. Cette évolution est particulièrement importante dans le cas des centres de coordination puisque le financement des investissements des filiales du groupe, la gestion de trésorerie et de risques d'intérêt ou de change comptent parmi leurs principales activités. En outre, de nombreux groupes multinationaux considèrent que la maison mère ne peut ou ne doit pas donner sa garantie pour les fonds empruntés par ses filiales; dans ce cas, les fonds propres du centre de coordination peuvent jouer ce rôle, en témoignant notamment du caractère permanent de son implantation dans le pays.

Les constitutions de sociétés et prises de participations par des sociétés étrangères ont également été importantes dans le secteur financier de l'UEBL. Ces investissements entrent surtout dans le cadre des restructurations du secteur financier en Europe qui se justifient dans la perspective de la monnaie unique. Dans l'industrie, les investissements se sont surtout concentrés dans le secteur de la pétrochimie, des fabrications métalliques et de la fabrication d'autres produits minéraux non métalliques.

Les autres opérations effectuées par les sociétés étrangères avec les entreprises belges et luxembourgeoises qui leur sont liées se sont soldées par des prêts nets de 117 milliards, dont plus de la moitié à leur centre de coordination.

Les entreprises résidentes ont quant à elles augmenté leurs avoirs nets dans des sociétés à l'étranger à hauteur de 290 milliards. Les investissements nets sous la forme de constitutions et d'extensions de sociétés et de prises de participations ont été le résultat, d'une part, de la vente par une société résidente d'une importante participation aux Etats-Unis et, d'autre part, de la réalisation de nouveaux investissements dans l'UE, principalement aux Pays-Bas et en France, et au Canada. La totalité du montant des investissements réalisés n'apparaît toutefois pas nécessairement dans les investissements en capital social, car la classification des opérations est influencée par les modalités choisies pour leur financement. Les prises de participations peuvent en effet être financées

directement par l'acheteur, mais également indirectement via des prêts octroyés à des filiales à l'étranger. Ce mode de financement a été utilisé pour l'une des importantes opérations mentionnées plus haut. Les prêts ainsi consentis sont dès lors compris dans le montant de 183 milliards de prêts nets d'entreprises de l'UEBL aux entreprises étrangères qui leur sont liées. Ce résultat global reflète par ailleurs un retour à une situation normale après les remboursements nets qui avaient exceptionnellement été enregistrés en 1994.

Opérations sensibles à la politique monétaire et de change

De par leur nature, les opérations financières, autres que les investissements directs, sont davantage sensibles aux variations de taux d'intérêt et de cours de change. En effet, il s'agit principalement des investissements de portefeuille des non-résidents en UEBL et des résidents à l'étranger, de leur formation de dépôts et des emprunts qu'ils ont contractés.

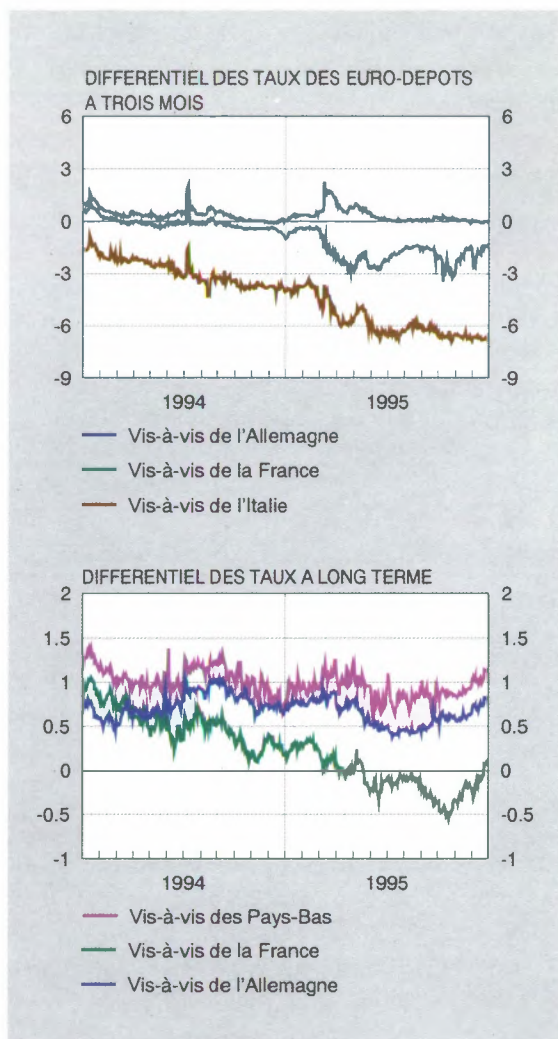
Ces opérations se sont soldées, en 1995, par un surplus de 56 milliards, mais leur évolution n'a pas été homogène en cours d'année : d'importantes sorties nettes de capitaux au premier trimestre ont été suivies durant trois trimestres d'un afflux net. Ce profil reflète en grande partie le comportement des investisseurs étrangers à l'égard des placements en francs.

Au premier trimestre, dans un contexte de tensions au sein du SME, les non-résidents ont, en effet, diminué leurs avoirs nets en francs de 291 milliards. Comme lors de précédentes périodes d'instabilité sur le marché des changes, les ventes à terme, qui ont atteint 199 milliards, ont constitué le canal privilégié de prises de position à la baisse du franc. Les non-résidents ont également réduit leur portefeuille de titres des pouvoirs publics, tant sous la forme de certificats de trésorerie que d'obligations linéaires.

Lorsque le calme est revenu sur le marché des changes, après la dévaluation au début du mois de mars de la peseta et de l'escudo, et la baisse, à la fin de ce mois, des taux officiels allemands, les ventes à terme ont en grande partie été dénouées, des achats à terme de

GRAPHIQUE 9 — DIFFERENTIEL DES TAUX

(différence, en pourcents, entre les taux en francs et les taux en monnaies étrangères)



Source : BNB.

francs ont eu lieu et les avoirs nets au comptant auprès des banques de l'UEBL ont augmenté, de sorte qu'au deuxième et au troisième trimestre, les entrées nettes de capitaux à court terme des non-résidents se sont élevées à plus de 600 milliards. Par ailleurs, dès la fin du mois de juin, le différentiel de taux à court terme à l'égard du mark, qui avait dépassé 1 p.c. en mars, est redevenu négligeable. En toute fin d'année, il est même devenu légèrement négatif, ce qui peut expliquer pourquoi les non-résidents ont alors diminué leurs avoirs nets en francs. Ils ont réduit leur portefeuille de certificats de trésorerie et augmenté leurs emprunts en francs dans le but, peut-être, de placer ces fonds dans des monnaies comme le franc français, la lire ou

la peseta qui, tout en s'appréciant à l'égard du franc, offraient des taux sensiblement supérieurs.

Les transactions sur obligations publiques ont présenté un profil quelque peu différent. Elles sont surtout sensibles à l'évolution des taux d'intérêt à long terme, en UEBL et à l'étranger, et aux perspectives qui les entourent. Les ventes nettes au premier trimestre se sont donc situées dans le prolongement de celles réalisées dans le courant de 1994, où une tendance à la hausse des taux d'intérêt à long terme était observée dans la plupart des pays industrialisés. Lorsque ces derniers ont reculé, au printemps, les non-résidents ont de nouveau rempli leur portefeuille obligataire. Dans le courant du second semestre, l'intérêt des non-résidents a semblé surtout influencé par l'écart d'intérêt avec les obligations françaises. Il est en effet souvent apparu dans le passé que les OLO belges étaient fortement concurrencés par les OAT françaises¹ qui, pour les non-résidents, sont considérées comme des produits similaires. Ainsi, par solde, des obligations belges ont été cédées au troisième trimestre, lorsque l'écart d'intérêt est devenu négatif au détriment du franc belge; ce mouvement s'est inversé au quatrième trimestre, parallèlement à la disparition de l'écart d'intérêt négatif.

L'évolution des avoirs et engagements des particuliers et sociétés non bancaires résidents pour lesquels le détail des transactions manque pour le moment et qui comprennent — parce qu'elles ont été calculées par différence — les éventuelles erreurs et omissions dans les autres rubriques de la balance s'est soldée par des sorties de capitaux d'environ 200 milliards. Celles-ci n'ont pourtant pas compensé l'offre nette de devises qui a découlé du surplus courant et des opérations en capital et financières commentées ci-dessus.

2.3 Financement de la balance des paiements

Afin d'éviter une nouvelle appréciation du franc, conformément aux objectifs de politique monétaire de stabilité par rapport au mark allemand, et dans le contexte de taux d'intérêt à

¹ Obligations assimilables du Trésor.

court terme qui se sont situés pratiquement toute l'année au niveau des taux en mark allemand, le surplus qui découlait des opérations décrites ci-dessus a été absorbé par trois types de transactions. Des devises à concurrence de 261 milliards ont tout d'abord été cédées au Trésor pour le remboursement d'emprunts en monnaies

étrangères. La Banque a par ailleurs conclu des transactions de swap contre franc belge avec les établissements de crédit pour 231 milliards, évitant un accroissement non souhaité de la liquidité du marché monétaire, et a accru ses réserves nettes d'or et de devises pour un montant de 8 milliards.

POSITION EXTERIEURE NETTE DE LA BELGIQUE DE 1981 A 1994

1. INTRODUCTION

Comme annoncé dans l'article précédent sur la balance des paiements, le FMI a défini, dans le cinquième manuel de la balance des paiements, l'ensemble des règles auxquelles doivent satisfaire la compilation et la présentation de la balance des paiements et des avoirs et engagements extérieurs d'une économie par rapport à l'étranger, dans l'optique d'en assurer la cohérence interne.

Conformément à ces recommandations, la Banque a procédé à une estimation de la position extérieure nette de la Belgique¹. Cette estimation, dont les résultats pour les années 1981 à 1994 sont commentés dans le présent article, repose sur la compilation de données provenant de diverses sources statistiques. Des données d'encours ont été utilisées lorsqu'elles étaient disponibles ; tel a surtout été le cas pour les avoirs et engagements des établissements de crédit et des autorités monétaires, pour lesquels des schémas comptables détaillés existent, et pour ceux des pouvoirs publics. En revanche, les avoirs et engagements extérieurs des autres secteurs — essentiellement les particuliers et les sociétés non bancaires —, pour lesquels ce type de sources n'est pas disponible, ont été évalués à partir du cumul des flux de la balance des paiements, réévalués pour tenir compte de l'évolution des prix et des cours de change. Les résultats obtenus relatifs aux avoirs et engagements vis-à-vis de l'étranger présentent dès lors une certaine marge d'erreur, qui s'accroît encore

si l'on souhaite mesurer la position extérieure nette en se fondant sur le solde de ces deux grandeurs. Cette marge d'erreur n'est cependant pas suffisante pour remettre en cause l'analyse développée dans les prochaines pages.

2. LIENS ENTRE LA POSITION EXTERIEURE NETTE, LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES COMPTES NATIONAUX

La balance des paiements et la position extérieure nette permettent d'établir les comptes internationaux d'une économie. Ensemble, elles donnent un aperçu complet, en termes de flux et d'encours, des relations internationales d'une économie :

- la balance des paiements reflète l'ensemble des transactions, réelles et financières, conclues durant une période déterminée entre les agents d'une économie — les résidents — et les agents des économies du reste du monde, les non-résidents. Outre le relevé statistique structuré des transactions avec l'étranger qui contribuent à la réalisation du produit national brut d'une économie, la balance des paiements décrit le contexte dans lequel a été conduite la politique monétaire et de change ;
- la position extérieure nette recense, à un moment précis, la valeur et la composition des avoirs que les résidents se sont constitués vis-à-vis des non-résidents et des engagements qu'ils ont contractés envers eux. Elle permet de définir le statut créateur ou débiteur net d'une économie, c'est-à-dire la mesure dans laquelle cette économie a contribué, par le passé, au financement du reste du monde ou, au contraire, a eu recours au financement extérieur.

¹ La position extérieure nette de la Belgique a été publiée pour la dernière fois en 1982 dans le Bulletin de la Banque (LVII^{ème} année, tome I, n° 6, juin 1982, pp. 3-30) sous le titre « Evolution des avoirs et engagements de la Belgique vis-à-vis de l'étranger de 1970 à 1981 ». La méthodologie et les concepts utilisés, notamment quant à la répartition par secteur, diffèrent sur un trop grand nombre de points pour que les résultats obtenus à l'époque puissent être comparés avec ceux de la nouvelle présentation de la position extérieure nette.

2.1 Liens entre la position extérieure et la balance des paiements

Aspects théoriques

De même que pour une société commerciale, le compte de résultats et les opérations financières influent sur l'évolution du bilan, et que, inversement, la situation patrimoniale a des répercussions sur les transactions, il existe différentes relations entre les flux de la balance des paiements et les encours de la position extérieure nette de l'ensemble d'une économie.

Un excédent du solde courant signifie que l'épargne brute des résidents est supérieure à leurs investissements. En ajoutant le solde des transferts en capital à cet excédent courant, on obtient la capacité nette de financement de l'économie, qui est donc mise à la disposition du reste du monde. Celle-ci accroît les avoirs nets de l'économie ou en diminue les engagements nets. À l'inverse, un déficit courant montre que les investissements d'une économie ont dépassé l'épargne brute intérieure, et ont donc été en partie financés par l'épargne du reste du monde, ce qui réduit d'autant les avoirs extérieurs nets de l'économie ou en augmente les engagements extérieurs nets. Le solde courant de la balance des paiements détermine par conséquent l'évolution en volume des avoirs ou engagements extérieurs nets. Contrairement aux opérations financières, il augmente ou diminue le patrimoine de l'ensemble des agents de l'économie. En ce sens, la position extérieure nette d'une économie correspond, à prix et cours de change inchangés, au cumul des soldes des opérations courantes.

Les mouvements financiers enregistrés dans la balance des paiements indiquent quant à eux de quelle manière l'excédent d'épargne est placé auprès du reste du monde ou comment sont couverts les besoins de financement. Ainsi un excédent courant peut-il s'exprimer par un accroissement des réserves de change de la banque centrale, comme il peut se traduire par des placements à l'étranger de la part d'entreprises et de particuliers résidents ou par une diminution de leurs engagements.

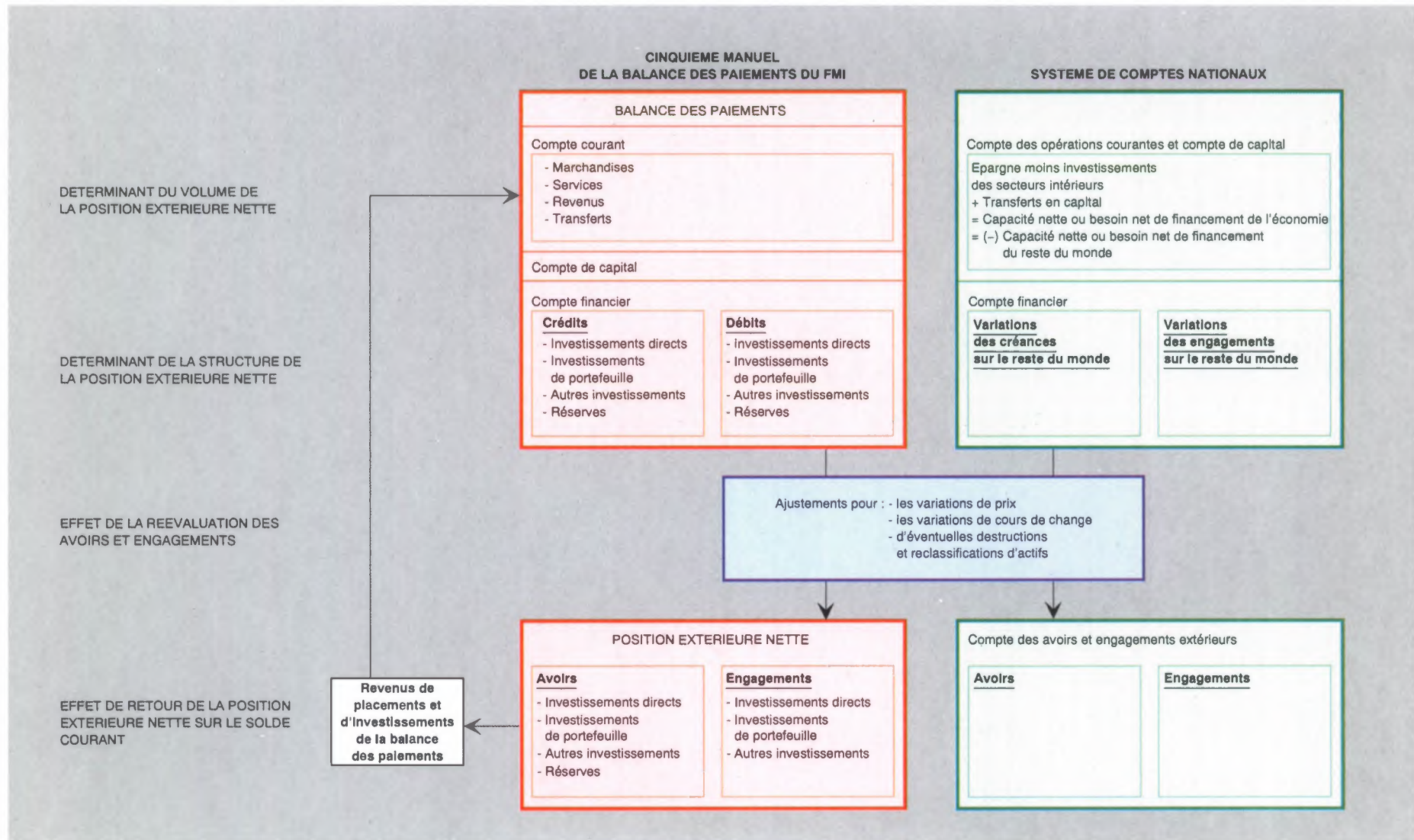
La répartition des avoirs et engagements entre les différents secteurs nationaux n'est

toutefois pas sans importance pour les autorités monétaires. Une économie peut accumuler des avoirs extérieurs nets qui, s'ils ne sont pas mobilisables par les autorités monétaires parce qu'ils sont détenus par le secteur privé, ne pourront être utilisés pour financer un éventuel déficit de la balance des paiements. Inversement, il n'est pas non plus nécessaire qu'une économie accumule des réserves de change au-delà du montant requis pour absorber les variations accidentelles et saisonnières des besoins de financement de la balance des paiements. Par conséquent, il est normal que la succession de soldes courants positifs donne lieu à la constitution, par le secteur privé, d'avoirs extérieurs nets.

Les opérations financières de la balance des paiements comprennent également les opérations uniquement motivées par des considérations d'allocation des avoirs extérieurs, sans modification de l'ampleur de ceux-ci. Il s'agit, par exemple, pour les avoirs comme pour les engagements, d'arbitrages d'actifs à une échéance ou dans une monnaie déterminée en actifs présentant d'autres caractéristiques, ou de cessions — entre deux secteurs intérieurs — d'avoirs détenus à l'étranger. Ces opérations peuvent aussi modifier simultanément les avoirs et engagements extérieurs, notamment lorsque des emprunts sont contractés pour le financement de placements. De même, les opérations financières internationales des différents secteurs de l'économie peuvent s'effectuer en sens opposé, les uns se finançant à l'étranger, les autres y plaçant leur excédent d'épargne. Le compte financier de la balance des paiements détermine donc l'évolution de la structure des avoirs et engagements extérieurs de l'économie.

Si le solde des opérations courantes et des flux financiers de la balance des paiements agissent sur le volume et la structure de la position extérieure nette, celle-ci est également influencée par d'autres éléments. Ainsi les avoirs et engagements libellés en monnaies étrangères sont-ils convertis en monnaie nationale pour l'établissement de la position extérieure. Or, les taux de change peuvent fluctuer, modifiant le montant des avoirs et engagements exprimés en francs sans que des opérations aient eu lieu. Dans la mesure où la composition des avoirs par monnaie diffère de celle des engagements, les fluctuations de taux modifient aussi la position extérieure nette.

SCHEMA 1 : LIENS ENTRE LA POSITION EXTERIEURE NETTE, LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES COMPTES NATIONAUX D'UNE ECONOMIE



Par ailleurs, conformément à la méthodologie du FMI, les actifs et les passifs doivent être évalués à leur valeur de marché au moment de l'établissement de la position extérieure. Des modifications de cette valeur de marché, par exemple des cours des actions ou des obligations, ont une incidence semblable à celle des fluctuations des cours de change sur la position extérieure. Enfin, la destruction ou la disparition d'actifs, par l'amortissement de créances douteuses, par exemple, influencent également la position extérieure sans que des transactions aient eu lieu.

Si les flux de la balance des paiements déterminent, hors influence des prix et des cours de change, le volume et la structure de la position extérieure nette, ceux-ci ont à leur tour une incidence sur le solde courant, par le biais d'une de ses composantes, à savoir les revenus de placements et d'investissements, qui sont une sous-rubrique des revenus.

Abstraction faite des différences de rendement pouvant exister entre les avoirs et engagements, une position extérieure nette créditrice entraînera des recettes nettes au titre des revenus de placements et d'investissements dans la balance des paiements. Celles-ci peuvent gonfler l'excédent des autres opérations courantes ou compenser un éventuel déficit, provoquant un surplus courant. Un effet dynamique d'auto-alimentation de la position extérieure nette apparaît alors : le surplus de revenus qu'elle génère provoque un excédent courant ou consolide le surplus existant. Les avoirs extérieurs nets augmentent et induisent, à leur tour, une hausse des revenus nets de placements. Cet effet « boule de neige », positif dans la situation décrite, peut aussi jouer en sens inverse, lorsque le solde négatif des revenus de placements s'ajoute à celui des autres opérations courantes ou est supérieur à l'excédent qu'elles ont laissé. Quand le solde des revenus de placements est de signe opposé à celui des autres opérations courantes, alors que son montant absolu lui est inférieur, il exerce un effet modérateur sur l'évolution de la position extérieure nette.

Outre le lien direct et mécanique qui existe entre la position extérieure nette et la balance des paiements au travers des revenus de placements et d'investissements, la position extérieure d'un pays peut, dans certaines conditions, avoir

également une influence sur la balance des paiements par le biais des mécanismes de marché. Ainsi, un pays confronté à un déficit récurrent du compte courant ne peut accumuler des engagements extérieurs nets sans prendre de mesures de correction des déséquilibres de sa balance des paiements. A défaut, les participants aux marchés imposeront tôt ou tard les corrections nécessaires en vendant une partie de leur portefeuille d'actifs émis par ce pays. Les mécanismes de marché mis en œuvre exerceront alors une pression sur les taux d'intérêt et le cours de change. L'augmentation des taux et la dépréciation de la monnaie qui en découleront dans le pays débiteur auront pour effet de réduire la valeur de ses engagements dans le portefeuille des créanciers jusqu'à ce qu'ils atteignent un nouvel équilibre. Pourvu qu'elles s'accompagnent d'autres interventions de politique économique, cette hausse des taux et cette dépréciation faciliteront toutes deux les ajustements de la balance des paiements. La première accroîtra la tendance à l'épargne et induira une nouvelle importation nette de capitaux, tandis que la seconde améliorera la position concurrentielle vis-à-vis de l'étranger. Ces ajustements de la balance des paiements sont d'autant plus nécessaires qu'un pays débiteur ne peut indéfiniment financer un déficit de ses transactions courantes avec le reste du monde par une importation de capitaux sans provoquer un effet « boule de neige » des charges d'intérêts et se retrouver dans une situation intenable en matière de compte courant.

Résultats pour la Belgique

Sur la base des sources actuellement disponibles, le solde des avoirs et engagements extérieurs de la Belgique s'élèverait, selon les estimations, à 1.179 milliards de francs à la fin de 1994, soit 15,5 p.c. du PIB de cette année. Bien que l'évolution de la position extérieure nette ait également été influencée par des différences d'évaluation, elle reflète surtout l'évolution du cumul des soldes des opérations courantes de la Belgique avec le reste du monde¹.

¹ En l'absence de balance des paiements pour la Belgique, le solde courant a dû être estimé. Il a été calculé au départ de la répartition des données de la balance des paiements de l'UEBL entre la Belgique et le Luxembourg, de l'estimation des opérations courantes bilatérales entre

GRAPHIQUE 1 — POSITION EXTERIEURE NETTE ET SOLDE COURANT CUMULE DE LA BELGIQUE

(encours en fin de période, milliards de francs)



¹ Position extérieure nette à la fin de 1981, augmentée à partir de 1982 du solde courant cumulé de la balance des paiements.

Les déficits du compte courant enregistrés entre 1981 et 1985 ont pesé sur l'évolution de la position nette, les avoirs nets diminuant au fil des ans. Les surplus croissants dégagés depuis 1986 ont imprimé un renversement de tendance et accéléré la formation d'avoirs extérieurs nets. Un surplus courant considérable ayant de nouveau été enregistré en 1995, ceux-ci ont sans doute continué d'augmenter. Sur la base des informations partielles actuellement disponibles, la position extérieure nette tendrait, selon les estimations, vers 18 p.c. du PIB à la fin de 1995.

La différence entre la position extérieure nette et le solde courant cumulé est due à l'évaluation des avoirs et engagements aux prix et cours de change du marché¹ à la date d'arrêt de la position.

la Belgique et le Luxembourg réalisée par le STATEC et d'une évaluation du solde des flux entre les deux pays en matière de revenus de placements et d'investissements. Les résultats obtenus diffèrent très légèrement de l'estimation figurant dans les comptes nationaux de la Belgique. Le solde courant est demeuré inférieur à celui de l'UEBL, mais a suivi, pendant toute la période considérée, c'est-à-dire de 1981 à 1994, une évolution parallèle.

¹ Elle peut également provenir, dans une mesure limitée, d'autres ajustements, tels que les ruptures de séries pour certaines données relatives aux stocks qui ont servi de matériel de base.

Les modifications de prix d'actifs comme les actions et les obligations constituent un premier élément pertinent à cet égard. Les variations des prix du marché sont toutefois uniquement prises en considération pour les portefeuilles d'actions et les investissements directs, plus précisément ceux ressortissant au capital social. Les cours des obligations, dont la variation est plus limitée que celle des autres actifs et qui, en outre, ne présentent pas de tendance à long terme, car ils se rapprochent de la valeur nominale au fur et à mesure que leur durée résiduelle se raccourcit, n'ont pas été pris en compte.

L'évaluation des portefeuilles d'actions et d'investissements directs en capital social est calculée, à défaut d'informations plus adaptées sur l'évolution de la valeur des entreprises nationales et étrangères, à partir d'indices boursiers nationaux et internationaux. L'évolution de ces indices a entraîné un important accroissement des avoirs et engagements bruts sur l'ensemble de la période. Les mouvements de baisse des cours entre 1987 et 1990 et, plus récemment, en 1994 n'ont que temporairement infléchi la tendance à la hausse.

En termes nets, en revanche, ce facteur a pesé sur la position extérieure : les positions en actions, à l'exclusion des parts des organismes de placement collectif (OPC), et en investissements directs en capital social, dont la réévaluation s'effectue sur la base de l'évolution des indices boursiers, dégagent l'une et l'autre un solde négatif. Une hausse des cours boursiers provoque dès lors une détérioration de la position extérieure nette, tandis qu'une baisse de ces cours, comme en 1994, entraîne une amélioration. En ce qui concerne les parts d'OPC, les effets de prix spécifiques — déduits des informations publiées par l'Association belge des organismes de placement collectif (ABOPC) et par la Commission bancaire et financière (CBF) — ont surtout eu une influence notable à la fin de la période sous revue, négative en 1992 et 1994 et positive en 1991 et 1993.

L'incidence des variations du cours de l'or ne se manifeste que sur les réserves de change de la Banque. Les avoirs en or des autres secteurs résidents, qui ne font pas partie des réserves, ne sont en effet pas considérés comme un actif sur l'étranger, mais sont inclus dans le

stock de capital réel de l'économie. La très forte progression du cours de l'or en 1982 et son maintien à un niveau élevé en 1983 ont permis de freiner la détérioration de la position extérieure nette au début de la période sous revue, laquelle résultait des déficits courants de la balance des paiements. A partir de 1984, le repli du cours de l'or a exercé un effet négatif limité sur l'évaluation des actifs.

Enfin, la modification du cours de change de la monnaie nationale est un troisième élément dont il faut tenir compte lors de la décomposition de la variation de la position extérieure nette d'une période à l'autre. A première vue, une appréciation de la monnaie nationale entraîne une diminution des avoirs extérieurs nets. La contre-valeur en francs des avoirs exprimés en devises qui se déprécient par rapport au franc se réduit en effet¹. Les pays qui ont acquis une position créditrice courent donc toujours un risque de change, de sorte que la question se pose de savoir s'ils ont placé leur excédent d'épargne de la manière la plus rentable. Pour y répondre, il faut prendre en considération les revenus nets de ces placements à l'étranger. Les investisseurs ne seront en effet disposés à investir en devises comportant un risque de dépréciation que s'ils obtiennent une bonification des intérêts suffisamment élevée. Ils exigent donc une prime d'intérêt qui compensera au moins la dépréciation attendue. La perte de valeur des avoirs nets résultant de l'appréciation de la monnaie nationale est donc compensée par une hausse des recettes d'intérêts de l'étranger qui, à son tour, se répercute dans le compte courant et fait augmenter la position nette. Si les marchés financiers sont efficaces, le patrimoine financier de l'économie n'est pas influencé par les choix des pays créditeurs.

Toutefois, contrairement aux effets d'une appréciation ou d'une dépréciation sur les avoirs et les engagements bruts, la nature de l'effet net — positif ou négatif — des fluctuations des cours de change n'est pas déterminée a priori. Son analyse requiert que l'on tienne compte de l'importance et de la structure par monnaie des avoirs et engagements ainsi que de l'évolution

des devises qui les composent. En effet, la pondération des différentes monnaies n'est pas nécessairement égale à leur pondération au cours de change effectif du franc qui sert habituellement à en mesurer l'évolution de la valeur. L'incidence nette des cours de change pendant la période considérée a fluctué, selon les années, entre -150 et 90 milliards de francs, sans qu'une tendance se dégage véritablement. Cet effet a cependant été particulièrement prononcé en 1994 : l'appréciation du franc a réduit les avoirs et engagements de l'ordre respectivement de 700 et 600 milliards, laissant un effet négatif de plus de 100 milliards sur la position extérieure nette.

Bien qu'une comparaison internationale des statistiques sur la position extérieure doive être effectuée avec précaution², le lien, pour un grand nombre de pays industrialisés, apparaît clairement entre la position extérieure nette et l'évolution, dans le passé, du solde du compte courant de la balance des paiements.

En 1994, la Belgique se plaçait parmi les économies détenant, en termes relatifs, les avoirs

² Tous les pays n'établissent pas encore leur position extérieure nette et l'harmonisation des méthodologies utilisées n'a pas encore atteint celle des comptes nationaux ou de la balance des paiements.

TABLEAU 1 — POSITION EXTERIEURE NETTE DE CERTAINS PAYS A LA FIN DE 1994

	Montant absolu (milliards de dollars)	Rapport au PIB (en p.c.)	Par habitant (dollars)
Suisse	275	102,6	39.367
Pays-Bas ¹	62	20,9	4.074
Belgique	37	15,5	3.659
Japon	689	14,7	5.514
Allemagne	212	11,0	2.604
Royaume-Uni	28	2,6	474
France	- 57	- 4,1	- 976
Italie	- 72	- 7,2	- 1.262
Autriche	- 17	- 8,2	- 2.065
Etats-Unis	- 584	- 8,7	- 2.241
Espagne	- 92	- 18,6	- 2.337

Sources nationales.

¹ Données se rapportant à la fin de 1993. A titre de comparaison, la position extérieure nette de la Belgique s'élevait à 15,1 p.c. du PIB à la fin de l'année 1993. Etant donné les surplus courants qu'ils ont régulièrement dégagés, les Pays-Bas doivent certainement figurer actuellement parmi les pays avec une position créditrice vis-à-vis du reste du monde des plus élevée.

¹ A moins, évidemment, que le prêt net au reste du monde soit accordé dans la monnaie nationale, ce qui est assez rare.

extérieurs nets les plus élevés, exprimés en pourcentages du PIB ou en dollars par habitant. Seuls les avoirs extérieurs de la Suisse et des Pays-Bas¹ étaient plus élevés. Le Japon et l'Allemagne présentent également des positions créditrices importantes, en montant absolu, mais inférieures à celles de la Belgique en termes relatifs. Ces pays ont donc régulièrement enregistré des excédents courants par le passé. La France, l'Italie, les Etats-Unis et l'Autriche ont en revanche des engagements nets, qui reflètent les déficits de soldes courants que ces pays ont connus à un moment. Dans le cas du Royaume-Uni, les déficits courants cumulés depuis 1986 ont largement entamé les actifs nets, qui se chiffraient encore à 144 milliards de dollars cette année-là. En France et en Italie, l'effet positif, sur la position extérieure, des surplus courants dégagés depuis respectivement 1992 et 1993 n'a pas encore entièrement compensé l'existence des importants engagements nets accumulés antérieurement.

Enfin, l'effet de retour de la position sur le solde courant est loin d'être négligeable lorsque les avoirs extérieurs nets d'un pays atteignent les niveaux enregistrés ces dernières années en Belgique. L'évolution des revenus de placements et d'investissements, commentée dans l'article sur la balance des paiements en 1995, en témoigne.

2.2 Liens entre les comptes extérieurs et l'ensemble des comptes d'une économie

Les avoirs et engagements extérieurs nets sont une composante des comptes de patrimoine d'une économie. Avec les avoirs et engagements financiers vis-à-vis des secteurs intérieurs et les avoirs non financiers, ils forment la richesse des différents secteurs de l'économie. La consolidation de ces résultats pour l'ensemble de l'économie fait disparaître les avoirs et engagements financiers intérieurs de l'économie : les créances qu'un secteur détient sur un autre représentent en effet des engagements pour ce dernier. La richesse nette de l'économie dans

son ensemble est de ce fait égale à la somme des actifs non financiers intérieurs, tels que l'immobilier, le stock d'équipements, les œuvres d'art et tout autre actif réel, et de la position extérieure nette².

Le schéma 2 présente les comptes de patrimoine de la Belgique au 31 décembre 1994 — qui, il faut le rappeler, reposent en grande partie sur des estimations —, selon cette optique. En l'absence d'une estimation du patrimoine réel des secteurs intérieurs de l'économie, la richesse nette n'a toutefois pas encore pu être indiquée dans le schéma.

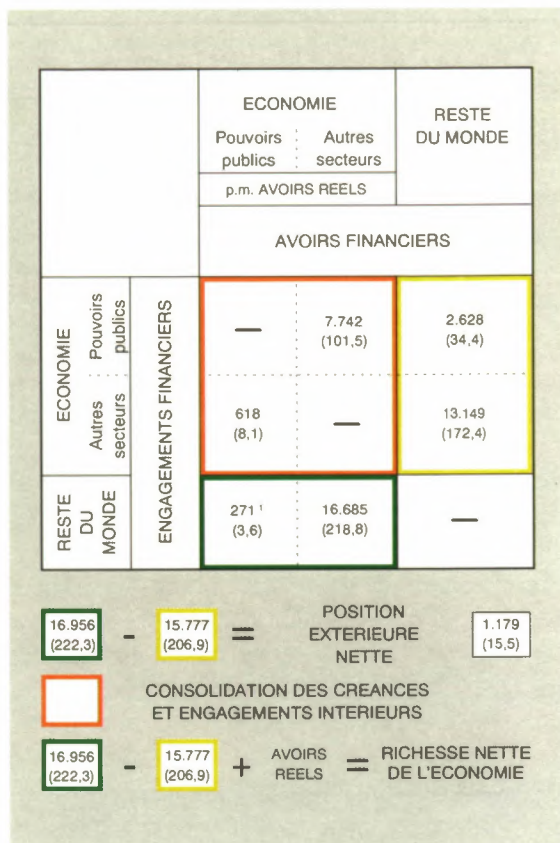
Si la dette brute des pouvoirs publics, exprimée en pourcentages du PIB, a atteint 136 p.c. à la fin de 1994 — dont plus précisément 101,5 p.c. vis-à-vis des autres secteurs intérieurs et 34,4 p.c. vis-à-vis du reste du monde —, les créances financières des pouvoirs publics ont représenté 11,7 p.c. du PIB — 8,1 p.c. avec les autres secteurs intérieurs et 3,6 p.c. sur l'étranger —, ce qui ramène leur endettement net à 124,2 p.c. Les créances financières nettes des autres secteurs se sont quant à elles élevées à presque 140 p.c. Leurs créances financières totales ont en effet atteint 320,3 p.c. du PIB, dont 101,5 p.c. sur les pouvoirs publics et 218,8 p.c. sur l'étranger. Leurs engagements financiers totaux se sont pour leur part élevés à 180,5 p.c., dont 8,1 p.c. sur les pouvoirs publics et 172,4 p.c. sur l'étranger. La capacité nette de financement des autres secteurs dépassait donc de 15,5 p.c. du PIB les engagements financiers nets des pouvoirs publics. Cela signifie que, dans le passé, les autres secteurs intérieurs, surtout les particuliers, ont dégagé un niveau d'épargne suffisant pour financer leurs propres investissements ainsi que le besoin net de financement des pouvoirs publics et, de surcroît, mettre à la disposition du reste du monde des ressources proportionnelles à la position

¹ Pour les Pays-Bas, la comparaison doit être limitée à 1993.

² Tant les comptes nationaux que la balance des paiements sont établis en utilisant le principe selon lequel un investissement en actifs immobilisés est exécuté par le résident de l'économie dans laquelle il est effectué. Dans le cas où l'investissement en actifs immobilisés est effectué par un étranger, il est attribué à une société d'investissement direct — éventuellement fictive —, établie dans cette économie, de sorte qu'un engagement financier de celle-ci vis-à-vis d'un non-résident corresponde à chaque investissement en actifs immobilisés réalisé par un étranger. La richesse nette de l'économie n'est pas affectée par ce mode d'enregistrement.

SCHEMA 2 — LIENS ENTRE LE COMPTE DE PATRIMOINE ET LA POSITION EXTERIEURE NETTE DE LA BELGIQUE

(données en milliards de francs à la fin de l'année 1994; en pourcents du PIB entre parenthèses)



¹ Y compris les crédits et participations sur l'étranger

extérieure nette. Malgré le taux d'endettement élevé des pouvoirs publics, la dette publique peut donc être intégralement financée au niveau national.

Présenté de la sorte, et sans que cela diminue la nécessité d'efforts d'assainissement des finances publiques — qui, pour d'autres raisons, sont d'ailleurs strictement nécessaires —, l'ensemble des créances et engagements de l'économie donne une image de l'état des finances publiques quelque peu différente de celle habituellement présentée. L'absence de « twin deficit » en Belgique, c'est-à-dire la coexistence d'un déficit du solde courant et d'un solde net à financer des pouvoirs publics, rend le mécanisme de redistribution des revenus, lié aux charges d'intérêts, moins pervers que quand les pouvoirs publics sont obligés de recourir au financement extérieur. Dans ce cas d'espèce, les paiements d'intérêts des pouvoirs publics sont

effectués à l'étranger, où ils y créent des revenus, et non en Belgique, comme c'est le cas actuellement.

Même si une économie dans son ensemble dégage une épargne financière, une partie de la dette publique peut avoir été placée à l'étranger ou libellée en monnaies étrangères; cette évolution s'inscrit dans un contexte de libre circulation des capitaux et d'intégration croissante des marchés financiers où tant les pouvoirs publics, comme débiteur, que les investisseurs étrangers, disposés à allouer une part de leur portefeuille à des titres publics belges, prennent en considération les données du marché.

3. STRUCTURE DE LA POSITION EXTERIEURE NETTE

3.1 La position extérieure nette par catégorie fonctionnelle

Dans le schéma du FMI¹, les avoirs et les engagements extérieurs sont tout d'abord classés en fonction de leur nature. Comme dans la balance des paiements, une distinction est opérée entre les investissements directs, les placements de portefeuille, les autres investissements et les réserves. Ce classement fonctionnel est utilisé comme premier critère notamment en vue de l'harmonisation de la méthodologie de la balance des paiements et de la position extérieure nette. La raison sous-jacente est que les transactions financières enregistrées dans chacune de ces rubriques sont inspirées par des motifs communs et présentent des caractéristiques identiques, qui jouent un rôle de la même manière pour les différents secteurs intérieurs. En Belgique, où l'équilibre de la balance des paiements n'a pas été obtenu en laissant flotter le cours de change, mais où on poursuit, au contraire, un objectif de cours de change fixes, l'approche par secteur est plus appropriée pour l'analyse des évolutions ayant conduit à la formation des diverses positions extérieures. C'est pourquoi le commentaire sur la position par catégorie fonctionnelle sera assez bref.

¹ Voir annexe.

TABLEAU 2 — STRUCTURE PAR CATEGORIE FONCTIONNELLE DES AVOIRS ET ENGAGEMENTS EXTERIEURS DE LA BELGIQUE

(encours en fin de période, milliards de francs)

	1981	1985	1990	1994	1994 en p.c. du total
Avoirs extérieurs	4.539	7.969	12.413	16.956	100,0
Investissements directs	242	481	1.259	2.214	13,1
Investissements de portefeuille	526	1.482	3.296	5.135	30,3
Actions	165	335	1.049	1.905	11,2
Obligations	352	1.125	2.061	3.196	18,8
Instruments du marché monétaire	8	21	186	35	0,2
Autres investissements	3.059	5.203	7.118	8.891	52,4
dont : prêts	2.451	4.295	5.462	6.350	37,5
numéraire et dépôts	449	605	1.061	1.752	10,3
Réserves	712	804	739	716	4,2
Engagements extérieurs	4.091	7.951	12.143	15.777	100,0
Investissements directs	388	929	1.809	3.371	21,4
Investissements de portefeuille	384	987	1.984	3.304	20,9
Actions	12	41	174	310	2,0
Obligations	140	484	799	1.746	11,1
Instruments du marché monétaire	232	462	1.010	1.249	7,9
Autres investissements	3.319	6.035	8.350	9.102	57,7
dont : emprunts	2.963	5.343	6.739	6.848	43,4
numéraire et dépôts	315	577	1.223	1.671	10,6
Avoirs nets	448	18	270	1.179	

Source : BNB.

En 1994, la Belgique présentait une position débitrice en ce qui concerne les investissements directs et les autres investissements et créditrice pour le portefeuille de placements. Pour les réserves, seuls les actifs entrent, par définition, en ligne de compte.

La structure des avoirs et engagements bruts est dominée par l'importance des autres investissements, et en particulier des prêts, qui reflètent essentiellement l'activité d'intermédiation des établissements de crédit sur le marché interbancaire international. Toutefois, l'importance relative de cette catégorie a diminué en faveur des placements de portefeuille et des investissements directs. Les investissements de portefeuille ont fortement progressé, à l'actif comme au passif, sous l'effet d'une tendance mondiale à la diversification des placements et de la forte progression des marchés internationaux des capitaux. Quant aux investissements directs, leur accroissement a bénéficié d'un environnement favorable résultant du processus d'intégration européenne, mais aussi de facteurs spécifiquement belges. Ces évolutions seront commentées plus en détail lors de l'analyse sectorielle de la position.

3.2 Structure par terme et par monnaie

La ventilation¹ des avoirs et engagements extérieurs entre court et long terme, d'une part, et entre francs et monnaies étrangères, d'autre part, donne une autre image de la position de la Belgique.

Le court terme prédomine encore, tant pour l'actif que pour le passif, mais cette prépondérance s'est nettement réduite : en 1981, 61,8 p.c. des avoirs et 77,7 p.c. des engagements étaient encore à court terme, tandis qu'en 1994, cette proportion est revenue à respectivement 46,1 et 58,3 p.c. La proportion des avoirs et engagements à long terme a en effet nettement augmenté entre 1981 et 1994, en raison de la hausse mentionnée plus haut des placements en portefeuille et des investissements directs. Le terme des engagements extérieurs

¹ La ventilation par terme est basée sur le terme à l'origine ou sur la nature des investissements. La répartition des encours entre francs et monnaies étrangères, obtenue par cumul des flux, est effectuée sur la base de la monnaie utilisée pour la transaction.

TABLEAU 3 — STRUCTURE PAR TERME DES AVOIRS ET ENGAGEMENTS EXTERIEURS DE LA BELGIQUE

(pourcentages des avoirs extérieurs à l'exclusion des réserves de change, et des engagements extérieurs)

	1981	1990	1994
Avoirs extérieurs	100,0	100,0	100,0
à court terme	61,8	50,9	46,1
à long terme	34,8	42,4	44,7
non ventilables	3,5	6,7	9,2
Engagements extérieurs	100,0	100,0	100,0
à court terme	77,7	70,2	58,3
à long terme	17,5	23,6	34,3
non ventilables	4,8	6,1	7,4

Source : BNB.

de la Belgique est en outre proportionnellement plus court que celui des avoirs extérieurs, bien que cet écart dans la structure par terme ait fortement diminué sur cette même période.

La structure relative par terme détermine la vitesse de transmission des effets des variations de taux d'intérêt sur les revenus nets de placements et d'investissements. Les engagements étant en moyenne à plus court terme, une diminution des taux d'intérêt entraîne une hausse temporaire des revenus nets de placements, car les versements d'intérêts y sont plus sensibles que les recettes d'intérêts.

En ce qui concerne la structure par monnaie, ce sont évidemment les avoirs et engagements en monnaies étrangères qui dominent.

TABLEAU 4 — STRUCTURE PAR MONNAIE DES AVOIRS ET ENGAGEMENTS EXTERIEURS DE LA BELGIQUE

(pourcentages des avoirs et des engagements extérieurs)

	1981	1990	1994
Avoirs extérieurs	100,0	100,0	100,0
en francs	11,2	17,7	23,7
en monnaies étrangères ..	82,6	78,7	71,3
non ventilables	6,1	3,6	5,0
Engagements extérieurs	100,0	100,0	100,0
en francs	18,1	30,2	37,6
en monnaies étrangères ..	81,0	69,8	61,0
non ventilables	0,9	...	1,3

Source : BNB.

Toutefois, les placements en francs des résidents à l'étranger et des non-résidents en Belgique ont progressé pour atteindre 23,7 et 37,6 p.c. du total des avoirs et engagements en 1994, contre respectivement 11,2 et 18,1 p.c. au début des années quatre-vingt, soit plus du double. Cette évolution est sans doute attribuable à la confiance accrue des investisseurs belges et étrangers dans la stabilité du franc, mais aussi à des facteurs d'offre comme la réforme des marchés financiers belges et le développement des activités des OPC au Luxembourg, qui seront abordés plus loin.

3.3 Structure par secteur

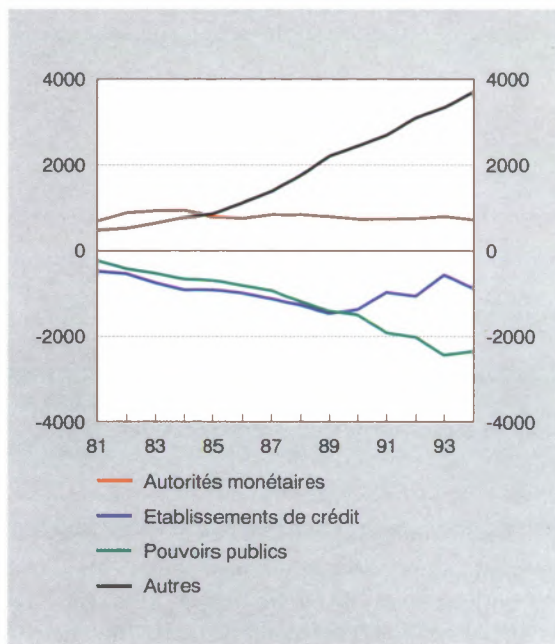
La présentation de la position extérieure nette selon le schéma du FMI établit une distinction entre les grands secteurs au sein de chaque catégorie fonctionnelle : les autorités monétaires, les pouvoirs publics, les établissements de crédit et les autres secteurs. La répartition sectorielle est toutefois utilisée ci-dessous comme premier critère. Ainsi présentés, les avoirs nets de la Belgique sont ventilés en positions nettes relativement différentes.

Ainsi, les établissements de crédit¹ et les pouvoirs publics ont dégagé une position extérieure débitrice, alors que les autorités monétaires, et surtout les autres secteurs de l'économie — principalement les particuliers et les sociétés non bancaires —, ont dégagé une position créditrice. Les modifications qui ont affecté les positions des secteurs mentionnés depuis le début des années quatre-vingt reflètent essentiellement les choix opérés par les investisseurs et placeurs particuliers au niveau national et à l'étranger sous l'influence des conditions de marché ainsi que les canaux par lesquels les autorités monétaires ont financé les déficits résiduels de la balance des paiements.

¹ Pour des raisons techniques, les investissements directs réalisés par des non-résidents dans le secteur des établissements de crédit sont compris dans les investissements directs des non-résidents dans les sociétés non bancaires, qui figurent dans les autres secteurs. Par conséquent, la position débitrice des établissements de crédit et la position créditrice des autres secteurs sont sous-estimées. Les encours en jeu ne sont cependant pas suffisants pour modifier significativement les résultats obtenus.

GRAPHIQUE 2 — VENTILATION SECTORIELLE DE LA POSITION EXTERIEURE NETTE DE LA BELGIQUE

(encours en fin de période, milliards de francs)



Pendant la première moitié des années quatre-vingt, les déficits courants se sont traduits par une réduction des avoirs extérieurs nets. Une analyse des mouvements financiers de la balance des paiements éclaire les mécanismes mis en œuvre pour le financement des déficits courants. Ainsi, entre 1981 et 1984, les avoirs extérieurs nets des particuliers et des sociétés non bancaires n'ont pas, ou à peine, diminué. Les autorités monétaires ont donc préféré financer en grande partie ces déficits en ayant recours à des emprunts des pouvoirs publics en devises, ce qui a produit, dans la mesure où ces emprunts ont été souscrits par des non-résidents, une augmentation des engagements extérieurs des pouvoirs publics, ou des établissements de crédit dans la mesure où ces derniers les détenaient en portefeuille.

Depuis la deuxième moitié des années quatre-vingt, le compte courant s'est soldé par des surplus, imprimant un mouvement à la hausse des avoirs extérieurs nets, qui s'est surtout manifesté dans la hausse des avoirs nets des autres secteurs, lesquels ont même généralement été plus élevés que le surplus du compte courant, de sorte que la dette des pouvoirs publics en devises a continué d'augmenter. En 1989,

mais surtout avec la réforme des marchés financiers en 1991, une nouvelle phase s'est dessinée, qui s'est traduite par une diminution des engagements extérieurs nets des établissements de crédit et un recours accru au crédit étranger en francs de la part des pouvoirs publics. Ces évolutions seront abordées plus en détail ci-après.

Autorités monétaires

Les réserves de change de la Banque Nationale¹ constituent la quasi-totalité des avoirs extérieurs des autorités monétaires. Elles sont constituées d'actifs financiers ordinaires, mais sont détenues par un secteur particulier dans un but particulier, ce qui justifie leur traitement spécifique. Le FMI définit les réserves comme les actifs effectivement à la disposition et sous contrôle des autorités monétaires pour les interventions immédiates sur le marché des changes. Elles sont constituées de l'or monétaire, des droits de tirage spéciaux (DTS), de la position de réserve auprès du FMI, des monnaies étrangères et des créances auprès du Fonds européen pour la coopération monétaire (FECOM).

Les réserves de change s'élevaient, en décembre 1994, à 716 milliards de francs, soit un niveau très proche de celui de 1981, début de la période considérée. Cette stabilité est pourtant le résultat d'évolutions divergentes des mouvements des réserves enregistrés dans la balance des paiements — les transactions — et des éléments d'évaluation des encours.

Au début des années quatre-vingt, des fluctuations de prix ont fortement contribué à l'augmentation des réserves évaluées à leur valeur de marché, alors que l'incidence des transactions demeurait marginale. Ensuite, de 1984 à 1992, la dépréciation du cours de l'or et, par la suite, du dollar américain ont pesé sur l'évolution des réserves de change.

Cet effet de prix négatif a toutefois été partiellement compensé, à partir de 1987, par des

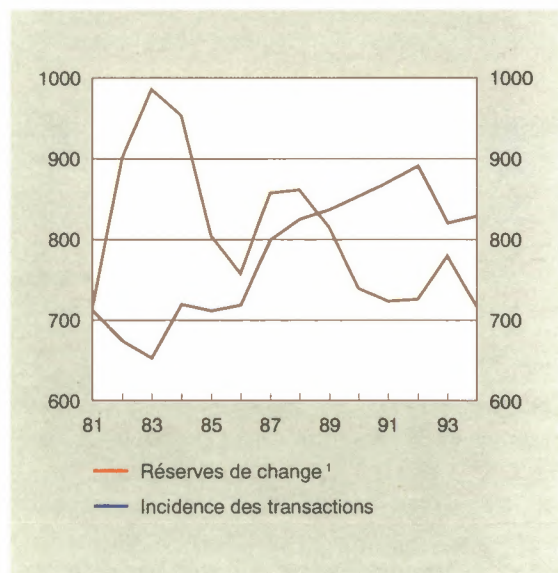
¹ Selon la définition retenue pour l'estimation de la position extérieure nette, qui est la même que celle utilisée pour l'établissement des comptes financiers de la Belgique, le secteur des autorités monétaires comprend la Banque Nationale de Belgique, le Fonds des Rentes et le Fonds monétaire. La Banque étant quasiment la seule institution à disposer d'avoirs et d'engagements extérieurs, l'analyse ne portera que sur elle.

acquisitions de monnaies étrangères. En 1993, contrairement aux années précédentes, l'évolution des cours de change et celle du prix de l'or ont notablement gonflé la valeur de marché des réserves, de sorte que la diminution en volume des réserves de change a été plus que compensé. En 1994, ces effets se sont inversés.

Sur l'ensemble de la période considérée, l'effet cumulé de la valorisation des réserves au cours du marché, mesuré par l'écart entre les mouvements cumulés des réserves de la balance des paiements et le stock en 1994, s'est élevé à une valeur négative de 112 milliards de francs, dont 102 milliards pour la seule incidence du prix de l'or, alors que l'impact des variations de cours de change est demeuré relativement neutre.

GRAPHIQUE 3 — EVOLUTION DES RESERVES DE CHANGE DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

(encours en fin de période, milliards de francs)



¹ Réserves de change à la fin de l'année 1981, augmentées à partir de 1982 du cumul des transactions.

Outre les réserves de change, les avoirs extérieurs des autorités monétaires sont essentiellement composés de créances sur le Luxembourg résultant, depuis la réforme du marché monétaire belge en 1991, de la participation des intermédiaires financiers luxembourgeois au mécanisme d'avances de la Banque, en vertu de l'association monétaire entre la Belgique et le Luxembourg.

Les engagements extérieurs des autorités monétaires reflètent surtout l'évolution de la position débitrice de la Belgique vis-à-vis du FECOM. Jusqu'en 1984, la Banque a eu recours au financement à très court terme d'interventions intracommunautaires lors d'opérations de soutien du franc. En 1991 et 1992, la Banque a en revanche acquis une créance sur le FECOM dans le cadre d'interventions à court terme en faveur de certaines monnaies du SME. Ces créances ont été entièrement purgées en 1993.

Pouvoirs publics

Trois facteurs sont à l'origine de la progression de la position débitrice nette des pouvoirs publics.

Tout d'abord, durant les années quatre-vingt et la première moitié des années nonante, les engagements extérieurs en devises ont augmenté d'environ 750 milliards de francs dans le cadre du financement de la balance des paiements. Les engagements extérieurs en devises apparaissant dans la position des pouvoirs publics ne représentent qu'imparfaitement la mesure dans laquelle les emprunts en devises ont contribué au financement de la balance des paiements. Une partie de la dette en devises est en effet logée auprès des établissements de crédit résidents et n'apparaît pas dans la position extérieure des pouvoirs publics. La dette totale en devises, y compris celle placée auprès des établissements de crédit résidents, a augmenté durant la période considérée de 418 milliards de francs à la fin de 1981 à 1.349 milliards à la fin de 1994.

La progression encore plus forte de l'ensemble des engagements des pouvoirs publics en francs — de 168 à 1.711 milliards de francs — est en partie imputable à l'augmentation des engagements envers le Luxembourg. Ces engagements forment notamment la contrepartie des placements en francs des résidents belges auprès d'établissements de crédit et d'OPC luxembourgeois.

Enfin, les engagements extérieurs en francs envers les pays tiers ont également fortement augmenté depuis 1988. Jusqu'alors, l'accès aux emprunts des pouvoirs publics en francs était limité aux certificats de trésorerie souscrits par

TABLEAU 5 — AVOIRS ET ENGAGEMENTS EXTERIEURS DES POUVOIRS PUBLICS BELGES

(encours en fin de période, milliards de francs)

	1981	1985	1990	1994	1994 en p.c. du total
Avoirs extérieurs	95	181	204	272	100,0
Participations	67	141	147	189	69,5
Prêts à des Etats étrangers	26	37	55	62	23,0
Autres	1	3	2	20	7,5
Engagements extérieurs	326	874	1.715	2.628	100,0
En francs	168	406	1.019	1.711	65,1
à long terme	21	67	376	823	31,3
à court terme	147	339	643	888	33,8
En devises	159	468	696	916	34,9
à long terme	83	355	325	602	22,9
à court terme	72	113	371	314	12,0
<i>p.m. Dette extérieure en devises en p.c. de la dette totale en devises des pouvoirs publics</i>	38,0	43,0	61,4	67,9	
Engagements nets	-232	-693	-1.511	-2.356	
<i>p.m. Dette extérieure brute en p.c. de la dette brute consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics</i>	10,8	16,4	22,4	27,0	

Source : BNB.

les établissements de crédit luxembourgeois en emploi de leurs ressources en francs. La création d'obligations linéaires (OLO) en 1989, suivie en janvier 1991 par la réforme du marché monétaire, répondait à la volonté des autorités de peser sur les charges d'intérêts en augmentant la concurrence entre placeurs. L'offre d'instruments facilement négociables sur des marchés organisés et l'attrait des placements en francs ont contribué à l'augmentation des engagements en francs des pouvoirs publics vis-à-vis de l'étranger. Analysée dans ce contexte, cette très forte augmentation des engagements des pouvoirs publics est la conséquence de choix opérés consciemment par les autorités monétaires, qui ont conduit à la diminution des taux à court terme en termes relatifs.

Les avoirs extérieurs des pouvoirs publics, qui atteignaient quand même plus de 270 milliards de francs à la fin de 1994, représentent pour l'essentiel la participation de l'Etat belge aux organismes internationaux, tels le Fonds monétaire international, la Banque européenne pour la Reconstruction et le Développement ou la Banque européenne d'Investissement. Les autres avoirs extérieurs consistent principalement en prêts à long terme à des pays en voie de développement.

Etablissements de crédit

Pour l'analyse de l'évolution des engagements nets des établissements de crédit, qui sont passés de 487 milliards en décembre 1981 à 892 milliards en décembre 1994, une ventilation des avoirs et engagements en francs et monnaies étrangères est plus pertinente qu'une répartition par instrument. Une telle ventilation permet d'analyser les données de la position avec les concepts sur lesquels se fonde l'analyse de la balance des paiements.

Au cours des années quatre-vingt, les engagements nets en francs des établissements de crédit ont enregistré une très forte progression, pour ensuite évoluer de façon irrégulière. Cette évolution est liée à deux facteurs de nature plus structurelle.

Durant la période allant de 1981 à 1990, l'équilibre du marché des changes, notamment dû à l'écart de taux d'intérêt positif et continu vis-à-vis du mark, a conduit les non-résidents à accroître leurs avoirs nets en francs auprès des établissements de crédit résidents. Au cours de l'année 1990, l'écart de taux à court terme avec l'Allemagne a pu, grâce notamment à la liaison du franc au mark, être quasiment résorbé, de

TABLEAU 6 — AVOIRS ET ENGAGEMENTS EXTERIEURS DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT : VENTILATION ENTRE FRANCS ET MONNAIES ETRANGERES

(encours en fin de période, milliards de francs)

	1981	1985	1990	1994
Avoirs extérieurs	2.481	4.664	6.498	7.871
en francs	84	217	446	1.037
en monnaies étrangères	2.397	4.447	6.052	6.834
Engagements extérieurs	2.968	5.594	7.885	8.763
en francs	282	481	1.147	1.693
en monnaies étrangères	2.686	5.113	6.738	7.070
Engagements nets	- 487	- 930	- 1.387	- 892
en francs	- 198	- 264	- 701	- 656
en monnaies étrangères	- 289	- 666	- 686	- 236
<i>p.m. Avoirs nets en monnaies étrangères, corrigés pour les engagements extérieurs des établissements de crédit contractés pour financer leur portefeuille d'effets publics en monnaies étrangères</i>	- 30	- 46	- 247	198

Source : BNB.

sorte qu'à partir de 1991, les engagements nets en francs des établissements de crédit résidents se sont fortement réduits, les non-résidents ayant recours à des emprunts en francs auprès de ces établissements en raison du faible niveau des taux d'intérêt en termes relatifs.

Les engagements extérieurs en francs des établissements de crédit belges correspondaient traditionnellement en partie aux dépôts que des banques non résidentes formaient en contrepartie des placements effectués par les particuliers et sociétés belges auprès d'elles. L'ouverture du marché des OLO en 1989 et l'élargissement, à partir de 1991, de l'accès aux résidents de pays tiers aux certificats de trésorerie belges, ont offert aux établissements de crédit étrangers de nouveaux canaux pour recycler leurs ressources en francs. Ces nouvelles possibilités ont — *ce-teris paribus* — réduit les dépôts des banques étrangères auprès des établissements de crédit belges. Il n'est pas non plus exclu que des non-résidents aient eu recours à des emprunts en francs auprès d'établissements de crédit belges pour financer des placements en OLO et en certificats de trésorerie.

L'évolution des engagements nets en devises des établissements de crédit résidents s'explique quant à elle en premier lieu par le développement de leur portefeuille en titres de la dette publique en devises. Les établissements de cré-

dit financent généralement leurs acquisitions de ces effets par des emprunts en devises à l'étranger, de sorte que, toutes autres choses restant égales par ailleurs, chaque variation de ce portefeuille se répercute dans l'évolution de leurs engagements extérieurs nets. Si l'on ne tient pas compte des emprunts ainsi contractés, leur position extérieure nette en devises a évolué de façon moins prononcée. L'évolution résiduelle de la position en devises des banques est essentiellement imputable à leurs opérations au comptant et à terme avec leur clientèle résidente et à leurs opérations à terme en devises contre francs avec les non-résidents¹.

Les motivations à l'origine de ces opérations sont généralement identiques à celles décrites

¹ Les établissements de crédit ne prennent en effet le plus souvent pas de positions en devises pour leur compte propre. Ainsi couvriront-ils généralement un dépôt en devises (emprunt) du secteur non bancaire résident par la formation d'un dépôt en devises au moins aussi important (la contraction d'un emprunt en devises au moins aussi important) auprès d'une banque étrangère. Ce sont ces avoirs et engagements extérieurs qui apparaissent dans la position extérieure nette des établissements de crédit. Les banques couvrent de manière analogue leurs transactions à terme avec des résidents et non-résidents, la position extérieure nette étant influencée de manière identique. Les devises à recevoir sont couvertes par les banques grâce à la souscription d'emprunts en devises à l'étranger, tandis que les devises à livrer sont couvertes par la formation d'un dépôt en devises, afin d'écarter tout risque de change.

ci-dessus pour les engagements nets en francs. Dans les deux cas, le différentiel des taux d'intérêt à court terme et les attentes en matière de taux de change jouent le rôle le plus important. Dans ce contexte, il n'est donc pas étonnant de constater de fortes similitudes entre la position extérieure en devises — corrigée pour le financement du portefeuille des effets publics en devises — et les engagements nets en francs. A la fin de la période, la position en monnaies étrangères des établissements de crédit était encore influencée par des swaps conclus avec la Banque entraînant un resserrement du marché monétaire.

A côté de la ventilation des avoirs et engagements des établissements de crédit entre francs et devises, qui permet d'établir le lien avec la présentation analytique de la balance des paiements, la ventilation par instrument — telle que présentée en annexe — met en évidence l'importance des opérations de prêts à l'actif et d'emprunts et de dépôts au passif, essentiellement de caractère interbancaire, qui témoignent de l'importance de l'activité d'intermédiation en monnaies étrangères. Les avoirs des banques belges en portefeuille sont en outre plus élevés que leurs engagements correspondants. Cette tendance, qui s'est accrue au cours

des années, confirme dans une certaine mesure l'extension aux transactions internationales du rôle de transformation exercé par les banques.

Autres secteurs

Ce secteur est défini par solde et présente de ce fait une grande hétérogénéité des agents et donc des comportements. Il est composé des particuliers et des sociétés non bancaires, en ce compris les organismes de placement collectif belges et les compagnies d'assurance. Les avoirs et engagements de ce secteur sont calculés en grande partie à partir du cumul des flux financiers réévalués de la balance des paiements. Ceci implique sans doute un certain degré d'imprécision, comme mentionné dans l'introduction.

La nature hybride du secteur explique l'importance des placements de portefeuille et des autres investissements, à savoir les dépôts, à l'actif, et la domination des investissements directs au passif.

Comme l'analyse de la balance des paiements l'a déjà montré par le passé, la Belgique

TABLEAU 7 — AVOIRS ET ENGAGEMENTS EXTERIEURS DES AUTRES SECTEURS

(encours en fin de période, milliards de francs)

	1981	1985	1990	1994	1994 en p.c. du total
Avoirs extérieurs	1.246	2.316	4.964	8.079	100,0
Investissements directs	155	304	1.041	1.862	23,0
Investissements de portefeuille	458	1.073	2.491	3.897	48,2
Actions	165	335	1.048	1.869	23,1
dont parts d'OPC	31	51	662	1.167	14,4
Obligations	293	737	1.442	2.028	25,1
Autres investissements	633	940	1.432	2.320	28,7
Engagements extérieurs	761	1.453	2.516	4.359	100,0
Investissements directs	388	929	1.809	3.371	77,3
Investissements de portefeuille	33	64	190	391	9,0
Actions	12	41	174	310	7,1
Obligations	21	22	15	54	1,2
Instruments du marché monétaire	—	—	—	28	0,6
Autres investissements	341	461	517	597	13,7
Avoirs nets	485	863	2.449	3.720	

Source : BNB.

est débitrice en ce qui concerne les investissements directs. Les entreprises étrangères ont traditionnellement investi plus en Belgique que les entreprises belges à l'étranger. Les engagements nets dans les investissements directs atteignaient, à la fin de 1994, 1.509 milliards de francs. Sur les quatorze dernières années, les transactions d'investissements directs se sont multipliées, surtout depuis 1988.

La conjonction de plusieurs éléments permet d'expliquer une telle progression. L'amélioration de la rentabilité des entreprises belges au début des années quatre-vingt a tout d'abord suscité l'intérêt des entreprises étrangères, tout en permettant le développement d'investissements belges à l'étranger. Le rétablissement de la profitabilité, lié à la reprise conjoncturelle, a également augmenté la valeur des investissements directs, parallèlement à l'augmentation des bénéfices réservés des entreprises. Par ailleurs, la vague d'acquisitions et de fusions a fortement augmenté dans la perspective du marché unique européen, tant les entreprises belges qu'étrangères souhaitant y améliorer leur position par des économies d'échelle et la conclusion d'alliances stratégiques. Enfin, la présence et le développement des activités des centres de coordination — notamment en matière de gestion des flux financiers entre des membres appartenant ou non au groupe — ont contribué à renforcer notablement les flux bruts d'investissements directs.

Comme pour les investissements directs, le portefeuille de titres des autres secteurs est presque entièrement estimé à partir du cumul des flux. Cette méthode d'estimation présente le désavantage que la structure des avoirs et engagements — aussi bien en matière d'instrument que de devise — n'est connue qu'à l'origine de la transaction ; dès lors, l'hypothèse selon laquelle la destination des fonds et la monnaie de placement ne varient pas implique que certains arbitrages entre actifs ne sont pas pris en compte. De même, le cumul des flux de la balance des paiements ne permet pas de tenir compte des réinvestissements directs de coupons, de dividendes et d'intérêts à l'étranger.

A la fin de 1994, le portefeuille des autres secteurs sur l'étranger était constitué pour moitié environ d'actions, dont près de deux tiers d'actions d'OPC luxembourgeois. L'attrait pour ce

type de placements s'est développé à la fin des années quatre-vingt et a connu, depuis lors, un net développement. Des investissements réalisés en parts d'OPC luxembourgeois, qui totalisaient 1.124 milliards en 1994, seule une partie, estimée à un peu plus de la moitié, est réinvestie en Belgique. Ces flux n'ont donc pas exercé, par solde, d'effet sur la position extérieure nette.

Outre les parts d'OPC luxembourgeois, ces secteurs détenaient encore 44 milliards de parts d'OPC d'origine étrangère et quelque 700 milliards d'actions proprement dites. La progression de ces actions depuis 1981, 134 milliards à l'époque, est surtout imputable à l'augmentation tendancielle des cours des actions sur les marchés étrangers.

Le portefeuille d'obligations représentait un quart des avoirs extérieurs en 1994, soit plus de 2.000 milliards de francs. L'importance des obligations en francs, qui s'est considérablement accrue depuis 1989, reflète sans aucun doute la confiance des investisseurs belges dans leur propre monnaie, confortée par l'annonce formelle, en juin 1990, de la liaison du franc au mark allemand. Elle est aussi en partie imputable à un effet d'offre, à savoir le développement du marché obligataire en francs luxembourgeois dont l'activité d'émission s'est accrue lorsque, en juillet 1990, le seuil minimum de 1 million de francs par coupure a été supprimé.

Au cours des années quatre-vingt, le portefeuille d'obligations en devises a augmenté régulièrement, passant de 249 milliards en 1981 à 1.187 milliards à la fin de 1989, pour ensuite évoluer de façon irrégulière et sans réelle tendance. Ce mouvement est surtout lié au fait que, dès ce moment, les particuliers et les sociétés ont surtout accru leurs avoirs en obligations en monnaies étrangères par l'intermédiaire des OPC.

Comparés à l'évolution des investissements de portefeuille, les engagements des sociétés belges non bancaires, sous la forme d'émissions d'obligations et d'actions, sont demeurés très modestes : ils s'élevaient en effet à 391 milliards de francs à la fin de 1994.

L'attrait exercé par les actions belges auprès des investisseurs étrangers est resté pour le moins mitigé. A la fin de 1994, les engagements

extérieurs sous cette forme représentaient 310 milliards de francs, sans doute en raison du volume et de la profondeur peu importants du marché boursier belge. De plus, l'augmentation des engagements en actions observée durant la période sous revue, comme celle des actions étrangères détenues en portefeuille, est en grande partie imputable aux mouvements des cours boursiers. En ce qui concerne les obligations, la faiblesse de l'activité d'émission qui caractérise

les entreprises belges explique la quasi-inexistence d'engagements extérieurs sous cette forme.

L'ensemble des autres avoirs et engagements des particuliers et sociétés apparaît dans la position sous la rubrique « autres investissements », dont l'aspect résiduel couvre essentiellement des dépôts et des créances commerciales à l'actif et des emprunts au passif.

POSITION EXTERIEURE NETTE DE LA BELGIQUE — Présentation selon le schéma du 5^e Manuel de la Balance des Paiements du FMI

ANNEXE

(encours en fin de période, milliards de francs)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 p
A. Avoirs	4.539	5.526	6.557	7.673	7.969	8.570	9.142	10.521	11.846	12.413	13.311	14.567	16.904	16.956
1. Investissements directs à l'étranger	242	258	340	383	481	614	650	930	1.240	1.259	1.513	1.846	2.262	2.214
2. Investissements de portefeuille	526	594	918	1.205	1.482	1.802	1.929	2.619	3.107	3.296	3.646	4.120	5.261	5.135
2.1 Actions	165	137	232	258	335	461	439	736	988	1.049	1.211	1.414	2.143	1.905
Pouvoirs publics	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	25	9	17
Banques	—	—	—	—	—	—	2	2	2	1	1	1	77	18
Autres secteurs	165	137	232	258	335	460	436	734	986	1.048	1.210	1.388	2.056	1.869
2.2 Titres de dette	361	457	686	947	1.146	1.342	1.490	1.883	2.119	2.247	2.435	2.705	3.119	3.230
2.2.1 Obligations	352	448	678	941	1.125	1.284	1.421	1.769	1.971	2.061	2.250	2.489	3.057	3.196
Pouvoirs publics	1	2	3	3	3	2	2	1	2	2	3	2	3	3
Banques	58	72	149	274	385	439	442	504	526	616	675	866	1.275	1.164
Autres secteurs	293	374	526	664	737	844	977	1.263	1.443	1.442	1.572	1.621	1.779	2.028
2.2.2 Instruments du marché monétaire	8	9	8	6	21	57	69	115	148	186	184	216	62	35
Banques	8	9	8	6	21	57	69	115	148	186	184	216	62	35
3. Autres investissements	3.059	3.773	4.314	5.132	5.203	5.395	5.707	6.110	6.685	7.118	7.429	7.875	8.601	8.891
3.1 Créances commerciales	78	93	117	116	134	129	127	139	132	99	106	115	88	80
3.2 Prêts	2.372	2.871	3.358	4.099	4.161	4.329	4.574	4.878	5.204	5.363	5.524	5.655	6.262	6.270
Autorités monétaires	5	4	5	2	4	8	7	6	7	8	29	26	28	19
Pouvoirs publics	26	28	31	34	37	39	47	47	47	55	71	71	74	62
Banques	2.341	2.840	3.321	4.063	4.118	4.274	4.512	4.819	5.137	5.284	5.398	5.528	6.128	6.157
Autres secteurs	—	—	—	—	1	7	9	6	14	16	25	30	33	31
3.3 Numéraire et dépôts	449	548	547	603	605	663	703	757	882	1.061	1.123	1.408	1.707	1.752
Banques	2	3	3	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	6
Autres secteurs	446	545	544	599	601	660	699	753	877	1.056	1.118	1.403	1.703	1.746
3.4 Autres avoirs	160	261	293	313	303	275	302	336	467	596	677	696	543	789
Banques	51	54	53	98	100	87	92	116	161	334	320	352	328	326
Autres secteurs	109	206	239	215	203	188	211	220	307	262	356	345	216	462
4. Avoirs de réserve	712	901	985	953	804	758	857	861	815	739	723	725	779	716
B. Engagements	4.091	5.123	6.274	7.547	7.951	8.531	8.982	10.402	11.740	12.143	12.783	13.825	15.805	15.777
1. Investissements directs de l'étranger	388	522	685	759	929	1.107	1.016	1.468	1.889	1.809	2.194	2.511	3.405	3.371
2. Investissements de portefeuille	384	602	760	935	987	1.151	1.312	1.649	1.900	1.984	2.448	2.672	3.380	3.304
2.1 Actions	12	19	26	24	41	83	93	140	170	174	187	197	298	310
2.2 Titres de dette	372	583	735	911	946	1.068	1.219	1.509	1.730	1.810	2.261	2.476	3.082	2.995
2.2.1 Obligations	140	252	347	513	484	504	555	683	697	799	1.128	1.357	1.916	1.746
Pouvoirs publics	104	216	294	440	422	436	466	574	592	700	998	1.168	1.603	1.424
Banques	15	19	34	52	40	43	62	79	79	84	98	146	256	268
Autres secteurs	21	18	19	21	22	25	27	31	26	15	32	43	57	54
2.2.2 Instruments du marché monétaire	232	330	388	398	462	564	664	826	1.034	1.010	1.133	1.119	1.166	1.249
Autorités monétaires	10	6	3	5	12	17	17	20	23	7	—	—	—	—
Pouvoirs publics	222	324	385	393	450	547	648	806	1.011	1.004	1.133	1.110	1.108	1.173
Banques	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	41	48
Autres secteurs	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8	17	28
3. Autres investissements	3.319	3.999	4.828	5.853	6.035	6.273	6.653	7.285	7.951	8.350	8.141	8.641	9.019	9.102
3.1 Emprunts	2.963	3.563	4.282	5.156	5.343	5.562	5.882	6.253	6.657	6.739	6.399	6.587	6.890	6.848
Autorités monétaires	3	18	50	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pouvoirs publics	—	—	—	—	—	1	1	2	2	—	5	8	3	17
Banques	2.620	3.123	3.796	4.711	4.912	5.148	5.458	5.818	6.199	6.277	5.933	6.116	6.384	6.431
Autres secteurs	340	422	437	446	431	413	423	432	457	462	461	463	504	400
3.2 Numéraire et dépôts	315	384	461	566	577	624	708	911	1.103	1.223	1.301	1.521	1.613	1.671
Autorités monétaires	23	20	20	20	19	18	17	23	18	21	24	22	24	27
Pouvoirs publics	1	3	4	—	1	1	5	1	13	11	8	11	8	13
Banques	291	360	435	543	553	599	679	879	1.066	1.184	1.248	1.443	1.533	1.579
Autres secteurs	1	1	2	3	4	5	6	8	7	7	22	46	48	53
3.3 Autres engagements	42	51	85	132	115	87	63	121	191	389	441	533	516	583
C. Position extérieure nette	+448	+403	+284	+126	+18	+39	+161	+119	+106	+270	+528	+742	+1.099	+1.179
<i>p.m. pourcentages du PIB</i>	<i>12,5</i>	<i>10,4</i>	<i>6,9</i>	<i>2,8</i>	<i>0,4</i>	<i>0,8</i>	<i>3,1</i>	<i>2,1</i>	<i>1,8</i>	<i>4,2</i>	<i>7,8</i>	<i>10,4</i>	<i>15,1</i>	<i>15,5</i>

VOLUME ET STRUCTURE DU MARCHÉ DES CHANGES EN BELGIQUE

1. INTRODUCTION

1.1 Objet de l'enquête

En avril 1995, la Banque Nationale de Belgique (ci-après dénommée « Banque ») a réalisé, simultanément avec 25 autres banques centrales, une enquête sur le volume et la structure du marché des changes dont la coordination a été confiée à la Banque des Règlements Internationaux.

Comme les enquêtes similaires organisées en avril 1989 et 1992, l'enquête d'avril 1995 aborde les segments traditionnels du marché des changes, c'est-à-dire le marché au comptant, le marché à terme et le marché des swaps de change (« foreign exchange swaps »). Les produits dérivés du marché des changes, tels les options de change, les swaps de change et de taux d'intérêt (« currency swaps »), les autres produits¹ et les futures sur devises ont également été examinés mais, dans l'ensemble, ils restent modestes. C'est pourquoi ils n'ont pas été traités dans cet article.

1.2 Méthodologie de l'enquête

Participants

Au total, 46 établissements sis en Belgique ont pris part à l'enquête de 1995, contre 41 en 1992 et 40 en 1989. Cette modification de l'échantillon des participants n'a pas sensiblement affecté la comparaison des résultats dans le temps car, selon les estimations, environ 90 à 95 p.c. du volume du marché des changes ont à chaque fois été couverts.

Le groupe de participants comprend non seulement des institutions belges mais aussi des sièges de groupes étrangers. La liste complète est reproduite en annexe.

¹ Produits structurés qui ne peuvent être décomposés dans leurs composantes les plus élémentaires.

Période couverte par l'enquête

Comme lors des enquêtes trisannuelles précédentes, c'est le mois d'avril qui a été choisi pour mesurer le chiffre d'affaires. Afin d'éliminer l'incidence du nombre variable de jours ouvrables et donc permettre des comparaisons dans le temps mais aussi entre les pays, un chiffre d'affaires journalier moyen a été calculé. Pour avril 1995, la Banque a tenu compte de 18 jours ouvrables, bien que le mois en compte officiellement 19. Le Vendredi saint, les marchés des changes étaient certes ouverts en Belgique et en France, mais le chiffre d'affaires a été très modeste, car les autres centres internationaux étaient fermés. Ce jour n'a donc pas été pris en compte pour déterminer le nombre de jours ouvrables.

Le chiffre d'affaires sur le marché des changes est notamment déterminé par la situation qui y règne : si le marché est calme — avec des cours ne variant guère —, l'arbitrage est généralement plus limité, ce qui se traduit par de plus faibles volumes. Sur des marchés plus volatils, les possibilités d'arbitrage des arbitragistes sont généralement plus grandes et les clients ont davantage besoin de couvrir des positions en devises. A l'opposé, une volatilité accrue ou des fluctuations plus marquées des cours peuvent également résulter d'un manque de liquidité du marché, de petits volumes étant susceptibles de provoquer d'importantes fluctuations.

A cet égard, le mois d'avril ne doit pas être considéré comme un mois calme. Pendant la majeure partie d'avril 1995, le dollar a fortement baissé pour atteindre, le 19 avril, un nouveau record à la baisse vis-à-vis du yen (USD/JPY 79,75), malgré les interventions de soutien de la Réserve fédérale de New York et l'annonce par le Japon d'un programme économique de stimulation et d'une baisse officielle du taux d'escompte. Vis-à-vis du mark allemand, après avoir oscillé dans une fourchette de USD/DEM 1,41 (11 avril) à 1,35 (19 avril), il a été noté, par solde, un peu plus haut à la fin du mois qu'au début. Au sein du Système monétaire européen, la pression à la hausse sur le mark

allemand a sensiblement diminué, surtout après la baisse des taux officiels décidée par la Bundesbank fin mars. Ces événements se sont traduits par un net redressement de la peseta espagnole, de la lire italienne, de la couronne suédoise et du mark finlandais. L'incertitude liée aux élections présidentielles a provoqué un affaiblissement du franc français. Le franc belge est resté stable : il a varié entre BEF 20,54 et 20,59 pour 1 mark allemand. Cette stabilité a permis à la Banque de baisser sensiblement les taux.

Malgré ces fluctuations notables des cours de change, la majorité des participants considèrent que le chiffre d'affaires du mois d'avril 1995 a été stable ou légèrement orienté à la baisse. Une certaine prudence s'impose toutefois lorsqu'on fait des extrapolations et que l'on tire des conclusions générales, car le chiffre d'affaires peut, pour diverses raisons, varier fortement d'un mois à l'autre.

Informations demandées

La nature et le volume des informations demandées ont subi des modifications au cours des années. Deux exemples frappants sont, d'une part, l'accroissement du nombre de couples de devises (peu détaillé en 1989) et, d'autre part, la ventilation en contreparties (dans l'enquête de 1995, les données par contrepartie sont ventilées en 3 catégories : autres dealers — c'est-à-dire des institutions financières déclarantes —, autres institutions financières non déclarantes et clientèle, alors que lors des précédentes enquêtes, la distinction était limitée aux transactions entre institutions déclarantes et aux transactions avec la clientèle)¹.

Pour mesurer le volume du marché des changes, l'enquête tient également compte de données portant sur des positions nominales en swaps de change. Les montants nominaux concernent le 31 mars 1995.

¹ La nouvelle répartition se justifie notamment parce qu'un nombre croissant d'établissements financiers qui ne participent pas à l'enquête, par exemple les fonds de placement, les fonds de pension, les « hedge funds », les compagnies d'assurances ainsi que certaines banques centrales, deviennent actifs sur le marché des changes et accroissent leur importance.

Devise de base pour les déclarations

Le dollar américain est utilisé comme référence ou devise de base pour la communication des résultats. Les volumes de transactions étant convertis en dollars au cours de l'opération, la comparaison des résultats dans le temps est influencée par les fluctuations de cette devise entre deux périodes. La dépréciation (appréciation) du dollar entraîne en effet une surévaluation (sous-évaluation) de la valeur des montants qui ne sont pas exprimés dans cette devise.

2. VOLUME DU MARCHÉ DES CHANGES

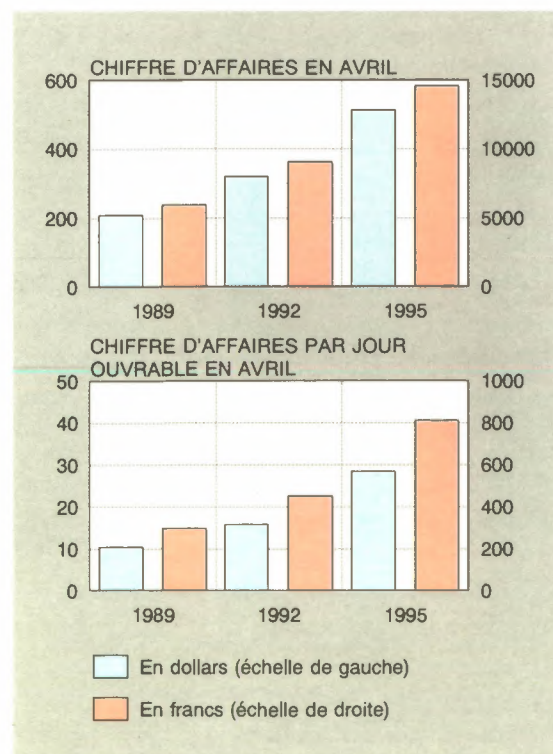
2.1 Aperçu

Pour l'ensemble des segments du marché des changes, les établissements financiers ont mentionné un chiffre d'affaires net total² de

² Par chiffre d'affaires net, on entend le chiffre d'affaires brut corrigé, pour éviter les doubles comptages, en divisant par deux la valeur des transactions entre institutions nationales déclarantes.

GRAPHIQUE 1 — CHIFFRE D'AFFAIRES SUR LE MARCHÉ DES CHANGES

(en milliards)



505,9 milliards de USD (14.391 milliards de BEF) pour le mois d'avril 1995, contre 314 milliards de USD (8.932 milliards de BEF) en avril 1992 et 208,3 milliards de USD (5.924 milliards de BEF) en avril 1989. Cela donne un chiffre d'affaires net journalier de respectivement 28,1 milliards de USD (soit plus de 800 milliards de BEF), contre 15,7 milliards de USD (quelque 450 milliards de BEF) en 1992 et 10,4 milliards de USD (environ 300 milliards de BEF) en 1989.

Plus de 20 p.c. du chiffre d'affaires total rapporté en avril 1995 a été réalisé sur le marché au comptant et plus de 75 p.c. sur le marché des swaps de change. Le volume du marché à terme est resté très limité.

La tendance à une augmentation rapide des opérations de swap, déjà observée entre 1989 et 1992, s'est poursuivie de manière ininterrompue par la suite : la part des swaps de change

a ainsi dépassé 75 p.c., contre un peu plus de 60 p.c. en 1992 et environ 45 p.c. en 1989. En revanche, en valeur absolue, le marché au comptant n'a guère progressé, tandis que le marché à terme s'est contracté.

La croissance rapide du marché des swaps de change est également constatée dans les autres pays, comme le montrent les chiffres globalisés de la Banque des Règlements Internationaux. Ce mouvement est cependant plus prononcé en Belgique. La progression limitée du marché au comptant en Belgique contraste également avec celle enregistrée dans les autres pays¹.

Vous trouverez ci-dessous une analyse plus approfondie des différents segments du marché des changes.

¹ Pour plus d'informations, voir le chapitre 5 : Le marché des changes belge dans une perspective internationale.

TABEAU 1 — CHIFFRE D'AFFAIRES SUR LE MARCHÉ DES CHANGES SELON LA NATURE DES OPERATIONS DE CHANGE

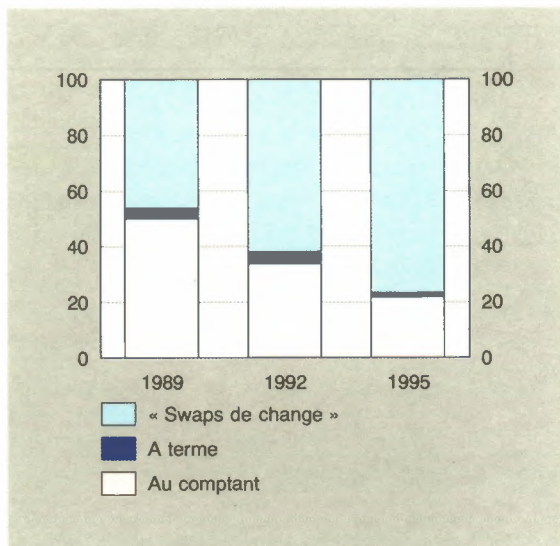
	Milliards		Part en pourcentage	Chiffre d'affaires journalier en USD ²
	USD	BEF ¹		
	Avril 1989			
Marché au comptant	103,7	2.950,9	49,8	5,2
Marché des swaps de change	96,3	2.740,4	46,2	4,8
Marché à terme	8,2	232,7	4,0	0,4
Total	208,3	5.924,0	100,0	10,4
	Avril 1992			
Marché au comptant	106,3	3.023,0	33,9	5,3
Marché des swaps de change	194,9	5.545,3	62,1	9,7
Marché à terme	12,8	363,3	4,0	0,7
Total	314,0	8.931,6	100,0	15,7
	Avril 1995			
Marché au comptant	110,1	3.130,8	21,8	6,1
Marché des swaps de change	388,1	11.038,3	76,7	21,6
Marché à terme	7,8	221,8	1,5	0,4
Total	505,9	14.390,8	100,0	28,1

¹ La conversion en francs belges des montants exprimés en dollars a été effectuée à un cours fixe (celui qui était en vigueur à la fin du mois d'avril 1995 : BEF 28,4450 par dollar) afin d'éliminer l'incidence des fluctuations des cours de change.

² Pour le calcul du chiffre d'affaires par jour ouvrable, il est tenu compte de 18 jours ouvrables en avril 1995 et de 20 jours ouvrables pendant la période correspondante de 1992 et 1989.

GRAPHIQUE 2 — REPARTITION DES OPERATIONS DE CHANGE PAR SEGMENT DU MARCHÉ

(en pourcentage du total, données d'avril)



2.2 Segments du marché

Le marché au comptant

Les opérations au comptant sont définies comme des opérations simples pour lesquelles la réception ou la livraison de devises s'effectue sur la base de caisse, c'est-à-dire dans un délai qui n'excède pas deux jours ouvrables après la conclusion de la transaction.

Sur le marché au comptant, un chiffre d'affaires de 110,1 milliards de USD (soit presque 3.131 milliards de BEF) a été réalisé en avril 1995. Cela correspond à un chiffre d'affaires journalier de 6,1 milliards de USD, contre 5,3 milliards de USD en 1992 et 5,2 milliards de USD en 1989.

La croissance lente, voire la stagnation, de ce segment du marché en Belgique peut s'expliquer par une liquidité moins grande sur le marché, à la suite de la diminution du nombre de teneurs de marché (il s'agit de parties toujours prêtes à proposer des cours acheteurs et vendeurs pour des montants raisonnables), à une baisse du montant par transaction, à une réorientation de l'activité de trading des participants vers des produits et secteurs plus rentables et

peut-être au déplacement d'une partie des activités vers d'autres places¹.

Le marché des swaps de change

Un swap de change peut être défini comme l'achat et la vente simultanés d'un montant déterminé de monnaies étrangères à deux dates de valeur différentes, entre lesquelles aucun versement périodique d'intérêts n'a lieu. Les opérations « tomorrow/next day » entrent dans cette catégorie.

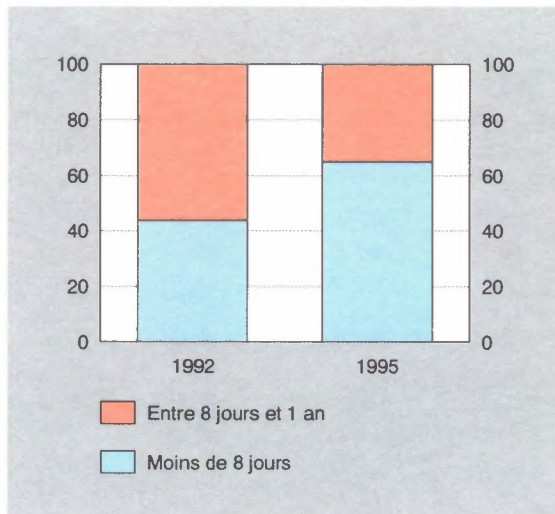
Ce segment du marché a représenté, en avril 1995, 388,1 milliards de USD, soit plus de 11.000 milliards de BEF. Il est devenu de loin le plus important des secteurs traditionnels et enregistre encore une forte croissance : en avril 1995, le chiffre d'affaires journalier est passé à 21,6 milliards de USD, contre 9,7 milliards de USD en 1992 et 4,8 milliards de USD en 1989. Il a donc plus que doublé tous les trois ans.

Dans la grande majorité des institutions déclarantes, les opérations de swap étaient d'ailleurs en forte expansion. Chez certains opérateurs importants, cette évolution a été favorisée de manière spectaculaire par la centralisation des activités sur devises du Benelux dans le siège belge du groupe international. Cette croissance continue du chiffre d'affaires des swaps de change a indéniablement aussi été favorisée par le raccourcissement sensible de l'échéance moyenne en comparaison avec avril 1992. En avril 1995, plus de 65 p.c. de ces swaps, mesurés sur la base de la valeur de transaction, avaient une échéance inférieure à 8 jours, contre 44 p.c. en 1992. Ce raccourcissement a accru le rythme de renouvellement des swaps, ce qui s'est traduit par des chiffres d'affaires plus importants. Enfin, la poursuite de l'expansion a aussi été entretenue par la plus grande sophistication des gestions de trésorerie des institutions financières et de la clientèle. Dans le cadre de la gestion de trésorerie, les swaps de change sont notamment utilisés pour accroître le rendement des placements, tandis que le risque

¹ Dans la mesure où les opérations de change en BEF sont conclues à l'étranger (et où les opérateurs étrangers n'équilibrent plus leurs positions avec des institutions déclarantes belges), elles n'ont pas été prises en compte dans l'enquête de la Banque.

GRAPHIQUE 3 — VENTILATION SELON LA DUREE DES SWAPS DE CHANGE CONCLUS

(en pourcentage, données d'avril)



devises reste entièrement couvert (il s'agit des transactions « fully-hedged »). Voici un exemple simple à titre d'illustration.

Au lieu de placer directement une devise (A), un investisseur peut provisoirement l'échanger ou la « swapper » contre une autre devise (B). Il place le revenu de ce swap (volet au comptant) en devise B dans un instrument exprimé en devise B. L'intérêt de ce placement synthétique en devise A (formée par la combinaison entre l'intérêt en devise B et les différences de swap entre les devises A et B) peut être supérieur à celui qui aurait été obtenu si l'investisseur avait directement effectué son placement en devise A. Comme l'investisseur reçoit de nouveau la devise A dans le volet à terme du swap, ces placements synthétiques ne modifient pas le risque devise initial.

Les swaps de change servent aussi de plus en plus de substituts aux dépôts interbancaires. Le risque crédit (le risque que l'emprunteur ou la contrepartie n'honore pas ses engagements) est en effet beaucoup plus important (risque de perte de 100 p.c. du capital placé) pour de simples dépôts que pour des swaps de change, où, en cas de défaut de paiement d'une contrepartie, l'autre est défaite de ses engagements (droit de rétention). Les exigences en matière de fonds propres pour couvrir les divers risques de marché sont donc moins grandes pour les swaps de

change que pour d'autres postes du bilan comme les dépôts et les emprunts. Cela a également incité les établissements de crédit à utiliser plus activement les swaps de change, car ils grèvent moins le bilan que les dépôts interbancaires.

Le marché à terme

Les opérations à terme ou à terme sec sont des opérations simples sur devises pour lesquelles la réception ou la livraison a lieu plus de deux jours ouvrables après la conclusion de la transaction.

Ce segment du marché ayant stagné en valeur absolue, son importance relative a continué de diminuer sensiblement, pour revenir à un niveau modeste de 1,5 p.c. Chez la plupart des institutions déclarantes, les opérations à terme ont baissé en valeur absolue.

Environ 85 p.c. des couvertures à terme, mesurées sur la base de la valeur de transaction, variaient entre 8 jours et 1 an.

En avril 1995, la couverture à terme a surtout eu lieu pour les couples de devises USD/BEF, DEM/BEF, USD/autres devises SME et FRF/BEF. En 1992, les principaux couples de devises étaient encore USD/DEM, GBP/USD et XEU/USD.

3. STRUCTURE DU MARCHÉ DES CHANGES

Ce chapitre présente une analyse de la structure du marché des changes sous l'optique des contreparties et des devises.

3.1 Contreparties

Ventilé selon la contrepartie, le marché des changes traditionnel consiste en opérations interbancaires pour 73,7 p.c., en transactions avec la catégorie « autres institutions financières » pour 21,4 p.c. — considérée comme une catégorie distincte uniquement dans l'enquête de 1995 — et en transactions avec la clientèle pour 4,8 p.c.

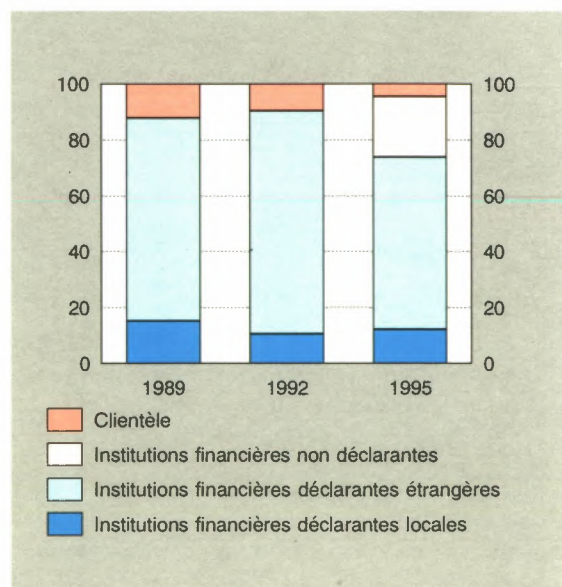
TABEAU 2 — VENTILATION DES OPERATIONS DE CHANGE DES ETABLISSEMENTS FINANCIERS SIS EN BELGIQUE SELON LA CONTREPARTIE

(millions de USD, données d'avril 1995)

Nature de l'opération	Monnaies étrangères contre BEF	Monnaies étrangères contre monnaies étrangères	Total	p.m. En p.c. du total de la rubrique
AU COMPTANT	44.166	65.900	110.066	100,0
dont :				
— institutions financières déclarantes	29.962	40.926	70.888	64,4
— autres institutions financières	8.636	20.021	28.657	26,0
— clientèle	5.568	4.953	10.521	9,6
SWAPS DE CHANGE	121.290	266.766	388.056	100,0
dont :				
— institutions financières déclarantes	82.789	217.156	299.945	77,3
— autres institutions financières	33.449	45.255	78.704	20,3
— clientèle	5.052	4.355	9.407	2,4
A TERME SEC	3.795	4.002	7.796	100,0
dont :				
— institutions financières déclarantes	642	1.529	2.170	27,8
— autres institutions financières	509	638	1.147	14,7
— clientèle	2.644	1.835	4.478	57,5
TOTAL	169.251	336.668	505.918	100,0
dont :				
— institutions financières déclarantes	113.393	259.611	373.004	73,7
— autres institutions financières	42.594	65.914	108.508	21,4
— clientèle	13.264	11.143	24.407	4,8

GRAPHIQUE 4 — VENTILATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES SELON LA CONTREPARTIE

(en pourcentage, données d'avril)



Le marché interbancaire

Comme déjà dit, le marché interbancaire traditionnel, sur lequel sont effectuées les transactions entre dealers (institutions financières déclarantes), s'est taillé, en avril 1995, la part du lion du chiffre d'affaires total du marché des changes. La part interbancaire s'est chiffrée à plus de 77 p.c. sur le marché des swaps, contre 64 p.c. sur le marché au comptant et seulement 28 p.c. sur le marché à terme.

Le tableau 3 permet de se faire une idée du degré d'ouverture du marché interbancaire. Un instrument de mesure utilisé est l'importance relative des opérations entre les dealers locaux, d'une part, et entre les dealers résidents et non-résidents (« cross-border »), d'autre part.

Seulement 16,5 p.c. de l'ensemble des transactions interbancaires ont été effectuées en-

TABEAU 3 — OPERATIONS DE CHANGE INTERBANCAIRES DES ETABLISSEMENTS FINANCIERS SIS EN BELGIQUE

(millions de USD, données d'avril)

		Locales			Transfrontalières			Total		
		1989	1992	1995	1989	1992	1995	1989	1992	1995
Au comptant	BEF / monnaies étrangères	13.211	8.626	8.621	10.883	12.042	21.341	24.094	20.668	29.962
	monnaies étrangères / monnaies étrangères	4.544	5.035	2.162	61.570	66.528	38.764	66.114	71.563	40.926
		17.755	13.661	10.783	72.453	78.570	60.105	90.208	92.231	70.888
Swaps de change	BEF / monnaies étrangères	12.264	14.398	26.969	22.057	28.563	55.820	34.321	42.961	82.789
	monnaies étrangères / monnaies étrangères	1.283	4.208	23.399	55.471	137.635	193.757	56.754	141.843	217.156
		13.547	18.606	50.368	77.528	166.198	249.577	91.075	184.804	299.945
A terme sec	BEF / monnaies étrangères	n.	398	249	n.	577	393	n.	975	642
	monnaies étrangères / monnaies étrangères	n.	278	186	n.	5.335	1.343	n.	5.613	1.529
		n.	676	435	n.	5.912	1.736	n.	6.588	2.171
Total	BEF / monnaies étrangères	25.475	23.422	35.839	32.940	41.182	77.554	58.415	64.604	113.393
	monnaies étrangères / monnaies étrangères	5.827	9.521	25.747	117.041	209.498	233.864	122.868	219.019	259.611
		31.302	32.943	61.586	149.981	250.680	311.418	181.283	283.623	373.004
p.m. Part en p.c. dans le total	BEF / monnaies étrangères	43,6	36,3	31,6	56,4	63,7	68,4	100	100	100
	monnaies étrangères / monnaies étrangères	4,7	4,3	9,9	95,3	95,7	90,1	100	100	100
	toutes les transactions	17,3	11,6	16,5	82,7	88,4	83,5	100	100	100

tre dealers locaux. Le marché interbancaire est donc dans une large mesure transfrontalier. Une proportion presque identique est observée sur les marchés au comptant et des swaps.

Les transactions interbancaires sur devises impliquant le franc belge ont été réalisées à concurrence de 32 p.c. entre dealers locaux. Il est à remarquer que, sur le marché au comptant en francs belges, les dealers locaux opèrent proportionnellement de moins en moins entre eux : leur part n'a plus été que de 29 p.c. en 1995, contre 42 p.c. en 1992 et 55 p.c. en 1989. Sur le marché des swaps en BEF, les opérations interbancaires locales sont restées relativement stables au-dessus de 30 p.c.

Seulement 10 p.c. de l'ensemble des opérations interbancaires croisées ont été effectuées entre dealers locaux. Sur le marché au comptant, ces opérations n'ont représenté que 5 p.c., contre 10 p.c. sur le marché des swaps. En 1992, les transactions interbancaires croisées étaient presque exclusivement transfrontalières.

Enfin, il faut souligner que les opérations interbancaires au comptant considérées dans leur ensemble ont clairement diminué en valeur : ce sont principalement les opérations de change croisées au comptant qui ont fortement reculé. Les transactions au comptant en BEF (surtout sur le segment transfrontalier) ont en revanche enregistré une vive expansion.

Transactions avec d'autres institutions financières non déclarantes

La proportion de ces transactions dans le total s'est élevée à 21,4 p.c. en avril 1995. Son poids relatif a été le plus important sur le marché au comptant. Près de trois quarts des transactions conclues par ce groupe sont des swaps de change.

Environ 87 p.c. de l'ensemble des transactions ont été transfrontalières. Les opérations de change croisées ont représenté plus de 60 p.c. Celles contre franc belge ont été proportionnellement plus nombreuses sur le marché des swaps que sur le marché au comptant. Les transactions de swap de ce groupe ont surtout concerné le couple USD/BEF ; il y a aussi eu beaucoup d'activité sur le couple XEU/USD. Dans le

cadre des transactions au comptant, ce sont les couples USD/DEM et DEM/BEF (25 p.c.) qui ont dominé.

Opérations avec la clientèle

Ces opérations sont surtout conclues avec des contreparties nationales et en francs belges. Parmi les opérations avec des clients étrangers, ce sont les transactions croisées qui ont dominé. Les opérations avec la clientèle ont essentiellement eu trait au marché au comptant ; la part des transactions de swap a augmenté par rapport à 1992.

La composition en devises des transactions avec la clientèle est très variée et moins concentrée que sur d'autres segments du marché. Sur le marché au comptant, les principaux couples sont DEM/BEF, USD/BEF, USD/DEM, XEU/DEM, GBP/DEM et FRF/BEF.

3.2 Ventilation du marché des changes par devise

La ventilation du marché des changes par devise négociée peut être effectuée de différentes manières. Par exemple en divisant le marché des changes en transactions contre BEF et transactions en monnaies étrangères (opérations de change croisées). Il est également possible d'examiner dans quelle mesure une devise intervient d'un côté de la transaction. Enfin, les principaux couples de devises peuvent également être étudiés. Ces trois angles d'analyse différents seront suivis ci-après.

Transactions contre franc belge et en monnaies étrangères

Transactions contre franc belge

Le chiffre d'affaires total déclaré des transactions en BEF contre monnaies étrangères s'est élevé à 169,3 milliards de USD — pour un chiffre d'affaires total de 505,9 milliards de USD —, soit 9,4 milliards de USD par jour ouvrable, ce qui constitue plus du double du montant enregistré en 1992.

TABLEAU 4 — OPERATIONS DE CHANGE CONTRE FRANC BELGE : VENTILATION PAR DEVISE
(millions de USD, données d'avril)

	USD	DEM	JPY	GBP	CHF	FRF	NLG	XEU	autres SME ¹	Autres	Total
Au comptant											
1995	10.591	30.006	118	510	112	1.136	604	270	486	337	44.166
<i>(en p.c. du total)</i>	<i>(24)</i>	<i>(68)</i>	<i>(0)</i>	<i>(1)</i>	<i>(0)</i>	<i>(3)</i>	<i>(1)</i>	<i>(1)</i>	<i>(1)</i>	<i>(1)</i>	<i>(100)</i>
1992	5.810	15.703	358	954	182	1.550	1.044	508	1.086	454	27.649
<i>(en p.c. du total)</i>	<i>(21)</i>	<i>(57)</i>	<i>(1)</i>	<i>(3)</i>	<i>(1)</i>	<i>(6)</i>	<i>(4)</i>	<i>(2)</i>	<i>(4)</i>	<i>(1)</i>	<i>(100)</i>
Swaps de change											
1995	106.189	11.807	292	243	286	971	287	417	639	160	121.290
<i>(en p.c. du total)</i>	<i>(88)</i>	<i>(10)</i>	<i>(0)</i>	<i>(0)</i>	<i>(0)</i>	<i>(1)</i>	<i>(0)</i>	<i>(0)</i>	<i>(1)</i>	<i>(0)</i>	<i>(100)</i>
1992	43.890	1.653	89	284	20	1.047	135	99	224	1.599	49.040
<i>(en p.c. du total)</i>	<i>(90)</i>	<i>(3)</i>	<i>(0)</i>	<i>(1)</i>	<i>(0)</i>	<i>(2)</i>	<i>(0)</i>	<i>(0)</i>	<i>(1)</i>	<i>(3)</i>	<i>(100)</i>
A terme sec											
1995	1.327	932	49	174	46	610	152	67	272	167	3.795
<i>(en p.c. du total)</i>	<i>(35)</i>	<i>(25)</i>	<i>(1)</i>	<i>(5)</i>	<i>(1)</i>	<i>(16)</i>	<i>(4)</i>	<i>(2)</i>	<i>(7)</i>	<i>(4)</i>	<i>(100)</i>
1992	1.304	829	83	315	34	350	219	34	146	445	3.759
<i>(en p.c. du total)</i>	<i>(35)</i>	<i>(22)</i>	<i>(2)</i>	<i>(8)</i>	<i>(1)</i>	<i>(9)</i>	<i>(6)</i>	<i>(1)</i>	<i>(4)</i>	<i>(12)</i>	<i>(100)</i>
Total général	118.107	42.745	459	926	444	2.717	1.042	753	1.396	664	169.251
<i>(en p.c. du total)</i>	<i>(70)</i>	<i>(25)</i>	<i>(0)</i>	<i>(1)</i>	<i>(0)</i>	<i>(2)</i>	<i>(1)</i>	<i>(0)</i>	<i>(1)</i>	<i>(0)</i>	<i>(100)</i>
1992	51.004	18.185	530	1.553	236	2.947	1.398	641	1.456	2.498	80.448
<i>(en p.c. du total)</i>	<i>(63)</i>	<i>(23)</i>	<i>(0)</i>	<i>(2)</i>	<i>(0)</i>	<i>(4)</i>	<i>(2)</i>	<i>(1)</i>	<i>(2)</i>	<i>(3)</i>	<i>(100)</i>

¹ DKK, ITL, ESP, PTE, GRD, IEP, SEK, FIM et ATS pour l'enquête de 1995 ; les mêmes devises à l'exclusion de SEK, FIM et ATS pour celles de 1992.

Sur le marché des changes belge, le BEF a donc été utilisé dans un tiers du volume total des transactions, contre seulement 26 p.c. en 1992 et quelque 35 p.c. en 1989. Cette augmentation par rapport à 1992 reflète l'utilisation croissante du BEF sur le marché des swaps et sur le marché au comptant.

TABEAU 5 — OPERATIONS DE CHANGE CONTRE FRANC BELGE

(milliards de USD, données d'avril)

	1989	1992	1995
Au comptant	31,0	27,6	44,2
Swaps de change	37,2	49,0	121,3
A terme sec	4,3	3,8	3,8
Total	72,5	80,4	169,3
Chiffre d'affaires journalier .	3,6	4,2	9,4
p.m. Part dans le chiffre d'affaires total (p.c.)	34,8	25,6	33,5

Sur l'ensemble des transactions en BEF, 70 p.c. ont été effectuées contre USD et 25 p.c. contre DEM. Le solde a consisté principalement en transactions contre FRF, NLG et GBP.

Le poids relatif des deux devises-clés — USD et DEM — varie selon le segment du marché. Sur le marché au comptant en BEF, qui a représenté 26 p.c. de l'ensemble du marché en BEF, le DEM a dominé et son importance a continué de croître au fil des ans. Le poids relatif de l'USD a aussi augmenté, bien que le couple USD/BEF ait sans cesse perdu de son autonomie dans la pratique pour devenir plutôt la résultante d'une transaction USD/DEM, d'une part, et d'une transaction DEM/BEF, d'autre part. Les transactions USD/BEF ont été effectuées proportionnellement davantage avec les autres dealers non-résidents et avec la clientèle nationale. Le USD et le DEM ont ainsi dominé 92 p.c. du marché au comptant en BEF.

Le poids relatif des autres devises, surtout utilisées pour des transactions avec la clientèle nationale, a donc diminué. Ainsi, le FRF n'est plus intervenu que dans 3 p.c. des opérations. Le solde est constitué de transactions en BEF contre NLG, GBP, XEU, autres devises SME et devises tierces.

Les opérations de swap contre BEF, qui ont représenté près de 75 p.c. de l'ensemble du marché en BEF, ont essentiellement été effectuées contre USD (88 p.c.) et contre DEM (10 p.c.). Dans quelque 70 p.c. des cas, des non-résidents, surtout les autres dealers et institutions financières non déclarantes, ont constitué les contreparties de swaps USD/BEF. Les swaps DEM/BEF ont en revanche été surtout conclus avec des résidents (principalement des établissements financiers non déclarants).

Comme en 1992 déjà, les swaps USD/BEF ont eu une durée plus courte (inférieure à 8 jours dans plus de 60 p.c. des cas) que les swaps DEM/BEF. La moitié de ces derniers ont eu une échéance comprise entre 8 jours et un an.

Transactions en monnaies étrangères
(« cross-currency »)

Le total des opérations de change croisées s'est élevé à 336,7 milliards de USD, soit environ 66 p.c. du chiffre d'affaires total sur le marché des changes. En 1992, cette proportion était encore de presque 75 p.c. La croissance plus importante du segment en BEF, surtout les transactions de swap, explique le recul de la part relative des opérations croisées.

Par rapport à 1992, les opérations de change croisées au comptant et à terme sec ont sensiblement diminué, alors que les swaps de change croisés ont affiché une nette progression. Le repli, en valeur absolue, du marché au comptant a été constaté dans la plupart des combinaisons, mais a surtout concerné les couples USD/JPY,

TABEAU 6 — OPERATIONS DE CHANGE CROISEES EN DEVISES

(milliards de USD, données d'avril)

	1989	1992	1995
Au comptant	72,7	78,6	65,9
Swaps de change	59,1	145,9	266,8
A terme sec	3,9	9,0	4,0
Total	135,7	233,5	336,7
Chiffre d'affaires journalier .	6,8	11,5	18,7
p.m. Part dans le chiffre d'affaires total (p.c.)	65,2	74,4	66,5

DEM/NLG et XEU/DEM. En revanche, les opérations en DEM/FRF ont doublé : les tensions qui ont affecté le FRF au mois d'avril 1995 ne sont vraisemblablement pas étrangères à cette évolution.

La vive croissance du marché des swaps s'est située dans le segment USD. Certes, les swaps USD/DEM sont restés les plus nombreux, mais d'autres couples de devises, et en particulier les couples USD/FRF, USD/NLG et USD/JPY, ont connu une croissance spectaculaire en valeur. Le recul en valeur absolue des swaps XEU/USD est notable et résulte probablement d'une diminution de l'arbitrage du panier ECU¹.

¹ Dans le monde, seul un nombre limité d'établissements, parmi lesquels deux belges, sont actifs en matière d'arbitrage du panier ECU. Leur activité implique que, lorsque la cotation de l'ECU privé est inférieure (décote) à sa valeur théorique ou de panier sur le marché au comptant, des positions à la hausse en ECU privé sont prises par rapport aux composantes de l'ECU officiel, dans le but de rendre ces positions lucratives lorsque l'écart se sera suffisamment réduit sur le marché au comptant. Certaines considérations relatives à la gestion des risques (limites, réévaluations périodiques des positions) impliquent l'existence de limites physiques à la capacité d'arbitrage du panier ECU. Généralement, une décote de l'ECU privé sur le marché au comptant allait de pair avec un intérêt plus élevé sur l'ECU privé que sur le panier théorique, ce qui compensait quelque peu la prise de positions à la hausse sur l'ECU privé. Ces derniers temps, cette relation inverse entre les marchés au comptant et monétaire ne se vérifie toutefois plus; le taux de l'ECU privé se situe donc quasiment au niveau de celui du panier synthétique, ce qui diminue la rentabilité de l'arbitrage du panier.

Dans le segment encore relativement modeste des swaps de DEM, on constate une augmentation des couples DEM/FRF et DEM/autres devises.

Importance des devises selon leur intervention d'un côté de la transaction

Le dollar américain, qui est impliqué dans 83 p.c. du chiffre d'affaires global, a été de loin, selon les données collectées lors de l'enquête d'avril 1995, la monnaie étrangère la plus importante et a vu son poids augmenter encore par rapport à 1992, grâce à son rôle de premier plan sur le marché des swaps de change, où il est intervenu dans 93 p.c. d'un côté de la transaction. Le USD participe à 9 des 10 couples de devises les plus importants sur le marché des swaps. La densité et la diversité des marchés des swaps de change en USD font de celui-ci une devise de transaction par excellence.

Le mark allemand a été la deuxième monnaie étrangère la plus négociée, avec une part de 31 p.c. du chiffre d'affaires total. Sur le marché au comptant, où son poids s'est élevé à 77 p.c., il sert de devise-clé par excellence. Son importance accrue sur ce segment du marché est essentiellement liée à des transactions DEM/BEF, qui ont quasiment doublé en valeur, alors que les opérations croisées contre mark

TABEAU 7 — IMPORTANCE DES DEVICES SELON LEUR INTERVENTION D'UN COTE DE LA TRANSACTION

(en pourcentage, données d'avril)

	1989	1992			1995		
		Total	dont au comptant	dont swaps de change	Total	dont au comptant	dont swaps de change
USD	52	78	50	95	83	47	93
BEF	35	26	26	25	34	40	31
DEM	43	36	74	14	31	77	16
XEU	3	18	12	22	9	6	10
SME	n.	7	6	7	9	4	10
FRF	2	5	6	4	9	7	9
JPY	n.	7	6	7	7	3	8
NLG	1	4	7	2	6	3	6
GBP	n.	8	4	10	6	3	7
CHF	n.	4	2	5	2	2	2
Autres	64	8	6	7	6	6	9

allemand ont quelque peu reculé en raison d'une diminution des volumes en XEU/DEM, DEM/NLG et DEM/JPY, insuffisamment compensée par la progression de l'activité DEM/FRF.

L'ECU privé, qui, en 1992, représentait encore 18 p.c. du chiffre d'affaires total, est retombé à 9 p.c. et se trouve en compagnie du FRF et du groupe « autres devises SME ». Pour des raisons déjà développées, les volumes sur le marché des swaps (couple XEU/USD) et sur le marché au comptant (couple XEU/DEM) se sont inscrits en recul.

Le gain notable du franc français, qui a atteint 9 p.c. du chiffre d'affaires, a été en partie imputable à des évolutions exceptionnelles sur le marché au cours du mois couvert par l'enquête (tensions autour du FRF) et à des facteurs externes (concentration de l'activité en devises du Benelux sur le siège belge d'un groupe étranger). Ces derniers facteurs expliquent également pour partie l'augmentation du poids du NLG.

Ventilation du marché des changes par couple de devises

Sur l'ensemble du marché des changes belge, c'est le couple de devises USD/BEF qui, en avril 1995, a été le plus actif, plus encore

TABLEAU 8 — PRINCIPAUX COUPLES DE DEVISES EN POURCENTAGE DU CHIFFRE D'AFFAIRES TOTAL

(données d'avril)

	1989	1992	1995
USD / BEF	24,0	16,1	23,3
USD / DEM	28,5	19,9	15,5
DEM / BEF	6,9	5,7	8,5
USD / autres SME	n.	4,7	7,6
XEU / USD	n.	13,2	7,4
USD / FRF	n.	2,7	6,7
USD / JPY	n.	5,8	6,3
GBP / USD	n.	6,7	5,0
USD / NLG	n.	1,9	4,8
USD / autres devises	n.	3,7	4,2
DEM / FRF	1,0	1,1	1,8
USD / CHF	n.	3,5	1,6
XEU / DEM	2,3	3,1	1,2
DEM / NLG	0,7	1,4	0,6

qu'en 1992 d'ailleurs, grâce à son rôle dominant sur le marché des swaps.

A suivi à la deuxième place le couple USD/DEM, même si sa part a diminué, revenant de près de 20 p.c. en 1992 à 15 p.c. en 1995. Les transactions USD/DEM ont toujours constitué l'essentiel des opérations au comptant et près de 12 p.c. des transactions de swap.

Le troisième couple de devises, toujours en progression, a été le DEM/BEF avec un doublement du chiffre d'affaires sur le marché au comptant (où son poids relatif a progressé de 15 p.c. en 1992 à plus de 27 p.c. en 1995) et une importance modeste, mais croissante, sur le marché des swaps.

La forte augmentation du couple USD/autres devises SME est exclusivement imputable aux transactions de swap. Enfin, la nette progression des couples USD/FRF et USD/NLG ainsi que le recul significatif des couples XEU/USD et XEU/DEM doivent être soulignés.

4. CONCENTRATION DU MARCHÉ

Les cinq principaux participants ont réalisé, en avril 1995, 55 p.c. du chiffre d'affaires en opérations de change, contre 56 p.c. en 1992 et 55 p.c. en 1989. Les dix plus importants ont représenté plus de trois quarts du marché (pratiquement le même pourcentage qu'en 1992 et 1989). Nous pouvons en conclure globalement que la concentration est restée relativement stable en comparaison avec 1992.

TABLEAU 9 — CONCENTRATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES PAR SEGMENT DU MARCHÉ DES CHANGES EN AVRIL 1995

(les chiffres entre parenthèses se rapportent à avril 1992)

Principaux participants	Part en p.c. du chiffre d'affaires			
	Au comptant	A terme sec	Swaps	Total
5 principaux ..	53 (51)	60 (68)	59 (62)	55 (56)
10 principaux ..	77 (74)	83 (88)	80 (84)	74 (76)
15 principaux ..	86 (84)	93 (96)	93 (95)	88 (87)

Tout comme en 1992 et 1989, six institutions ont déclaré en avril 1995 un chiffre d'affaires de plus de 5 p.c. du total. Deux de ces institutions ont représenté plus de 10 p.c., soit le même nombre qu'en 1992. La part de marché s'établit entre 1 et 5 p.c. pour quatorze établissements. Les 26 participants restants ont représenté chacun moins de 1 p.c. du volume du marché.

Si on analyse la part de marché par segment, on constate que la concentration sur le marché à terme et celui des swaps a été un peu plus forte que sur le marché au comptant. Toutefois, par rapport à 1992, le degré de concentration sur les premiers cités s'est légèrement réduit, alors qu'il a augmenté quelque peu sur le marché au comptant.

Le tableau 10 donne encore quelques indications sur la concentration des opérations à terme (à terme sec et swaps de change) du point de vue des positions nominales (au 31 mars 1995).

**TABLEAU 10 — POSITIONS AU 31 MARS 1995 :
CONCENTRATION SUR LES MARCHES A
TERME**

	Opérations à terme (opérations à terme sec et swaps de change)
Nombre de participants actifs	31
Part de marché (p.c.) du principal participant	21
Degré de concentration (p.c.)	
part des 5 principales institutions	73
part des 10 principales institutions	90

Notons enfin que la part de marché totale des institutions à participation majoritaire belge a diminué en avril 1995 par rapport à avril 1992 (de quelque 51 p.c. à 36 p.c.), principalement sous l'effet de la croissance plus importante des filiales et succursales de groupes financiers étrangers sur le marché des swaps de change et, dans une moindre mesure, sur le marché au comptant. L'expansion la plus vive concerne les sièges à participation majoritaire française (augmentation de la part de marché

de 16 à près de 27 p.c.) et a notamment été favorisée par la concentration des activités au sein du Benelux dans certains sièges belges. Grâce à une forte progression de l'activité sur le marché des swaps, les entreprises à participation majoritaire américaine ont quant à elles augmenté leur pénétration jusqu'à près de 15 p.c., après avoir enregistré entre 1989 et 1992 un repli spectaculaire de 22,6 à 10,2 p.c.

5. LE MARCHÉ DES CHANGES BELGE DANS UNE PERSPECTIVE INTERNATIONALE

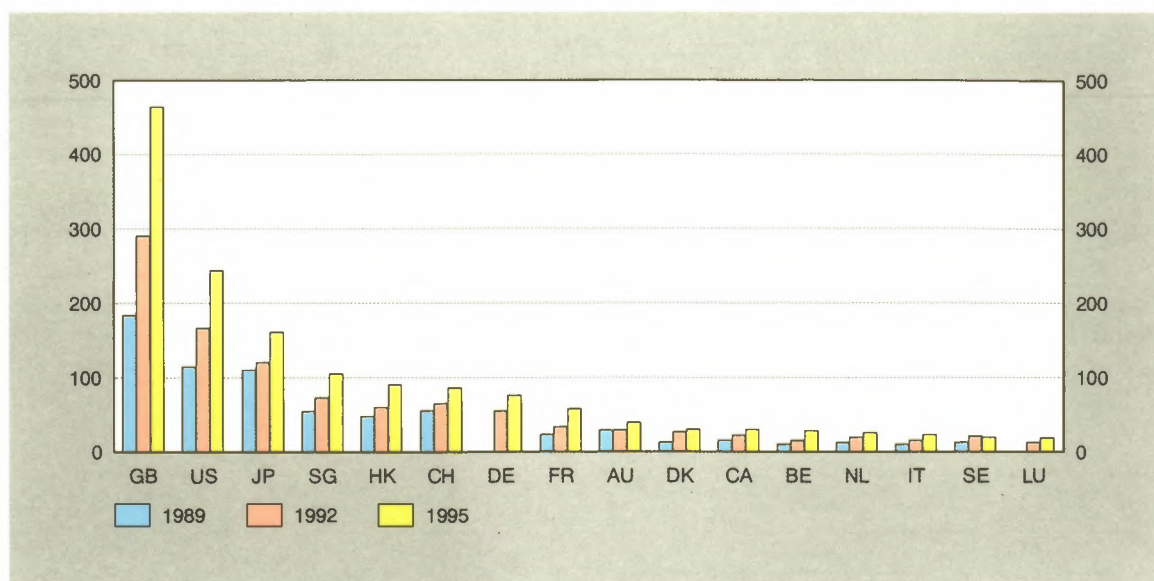
La Banque des Règlements Internationaux a estimé le chiffre d'affaires brut journalier moyen sur le marché des changes traditionnel, corrigé des doubles comptages locaux, à 1.572,2 milliards de USD pour avril 1995. Avec un chiffre d'affaires de 28,1 milliards de USD par jour, la part de la Belgique a atteint près de 2 p.c. En comparaison avec 1992, la Belgique a enregistré, après l'Autriche et la Grèce, la plus forte expansion en volume. Elle est passée de la quatorzième à la douzième place dans le classement des centres financiers selon le chiffre d'affaires.

S'agissant des types de transactions, le marché belge a connu une progression sensible des swaps de change, nettement supérieure à la moyenne des pays participant à l'enquête. Cette évolution peut avoir résulté de facteurs spécifiques, dont certains avaient déjà été constatés lors de l'enquête de 1992, comme la tendance à une plus grande sophistication de la gestion de trésorerie, la présence sur le marché des changes belge d'importants courtiers en panier ECU¹ et la concentration sur les unités belges de l'activité sur le marché des changes de groupes internationaux. En revanche, les transactions au comptant ont été en quasi-stagnation, alors qu'elles ont augmenté encore fortement au niveau international. La part des opérations au comptant et à terme sec dans le chiffre d'affaires

¹ L'activité d'arbitrage du panier ECU implique une utilisation intensive des swaps de change.

GRAPHIQUE 5 — CLASSEMENT DES CENTRES FINANCIERS SELON LE CHIFFRE D'AFFAIRES DES OPERATIONS DE CHANGE

(milliards de USD, données d'avril)



Source : Banque des Règlements Internationaux.

total s'est élevée à 22 p.c. en Belgique, pour 43 p.c. en moyenne dans les autres pays.

L'augmentation du poids relatif des transactions de swap au détriment des autres secteurs traditionnels est une tendance générale. Cette évolution a été la plus marquée en Belgique et au Danemark.

En ce qui concerne la répartition par contrepartie (au niveau international, ces opérations sont interbancaires dans les deux tiers des cas, s'opèrent avec des autres institutions financières dans un cas sur cinq et avec des clients dans 15 p.c. des cas), on note, en Belgique, la part plus faible des opérations avec la clientèle et le poids plus important du marché interbancaire.

TABLEAU 11 — PART EN POURCENTAGE, DANS QUELQUES PAYS EUROPEENS, DES DIFFERENTS TYPES DE TRANSACTIONS DANS LE CHIFFRE D'AFFAIRES DES OPERATIONS DE CHANGE DU MOIS D'AVRIL

	Grande-Bretagne	Allemagne	France	Danemark	Pays-Bas	Italie	Luxembourg	Belgique
1992								
Au comptant	52	52,5	53,6	39,0	48	72	47,1	33,9
A terme sec	6	5,4	} 46,4	7,5	8	} 28	7,2	4,0
Swaps de change	41	39,5		53,5	44		45,7	62,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1995								
Au comptant	41	44,7	43,8	28,3	44	57,8	39,5	21,8
A terme sec	7	5,6	3,8	3,7	10	9,6	5,9	1,5
Swaps de change	52	49,7	52,4	67,9	46	32,6	54,5	76,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources : Banques centrales nationales.

**LISTE DES PARTICIPANTS A L'ENQUETE DE 1995
SUR LES ACTIVITES SUR LE MARCHE DES CHANGES**

ABNAmro Bank	Crédit Commercial de France
Anhyp	Crédit Général S.A. de Banque
Antwerpse Diamantbank	Crédit Lyonnais
Bacob	Deutsche Bank A.G.
Banca Monte Paschi Belgio	Crédit Communal de Belgique
Banco Bilbao Vizcaya	Générale de Banque
Banco de Fomento e Exterior	ING Bank
Banco do Brasil (Europe)	Banque IPPA
Banco Espanol de Credito	Kredietbank
Banco Exterior de Espana	Lloyds Bank PLC
Bank of America N.T. & S.A.	Mitsubishi Bank (Europe)
Bank of Baroda	Morgan Guaranty Trust Cy of New York
Bank van Roeselare	Rabobank Nederland
Banque Bruxelles Lambert	The Sakura Bank Limited
Banque Degroof	Société Nationale de Crédit à l'Industrie
Banque Européenne pour l'Amérique Latine	Société Générale Alsacienne de Banque
Banque Indosuez Belgique	Takugin International Bank (Europe)
Banque Nagelmackers 1747	The Bank of Tokyo
Banque Paribas Belgique	The Fuji Bank Limited
Caisse Générale d'Epargne et de Retraite	The Long-Term Credit Bank of Japan (Europe)
Central Hispano Benelux	The Sanwa Bank Limited
Cera	The Sumitomo Bank Limited
Citibank (N.A.)	Westdeutsche Landesbank (Europa) AG

ABREVIATIONS

Valeurs

ATS	schilling autrichien
AUD	dollar australien
BEF	franc belge
CAD	dollar canadien
CHF	franc suisse
DEM	mark allemand
DKK	couronne danoise
ESP	peseta espagnole
FIM	mark finlandais
FRF	franc français
GBP	livre sterling
IEP	livre irlandaise
ITL	lire italienne
JPY	yen japonais
NLG	florin néerlandais
NOK	couronne norvégienne
NZD	dollar néo-zélandais
PTE	escudo portugais
SEK	couronne suédoise
USD	dollar américain

Pays

AT	Autriche
AU	Australie
BE	Belgique
CA	Canada
CH	Suisse
DE	Allemagne
DK	Danemark
ES	Espagne
FI	Finlande
FR	France
GB	Royaume-Uni
HK	Hongkong
IE	Irlande
IT	Italie
JP	Japon
LU	Luxembourg
NL	Pays-Bas
NO	Norvège
NZ	Nouvelle-Zélande
PT	Portugal
SE	Suède
SG	Singapour
US	Etats-Unis

COMMUNICATIONS

1. BILLETS DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

Emission d'un nouveau billet de 200 francs belges

Le 25 janvier 1996, la Banque Nationale de Belgique a procédé à l'émission d'un nouveau billet de 200 francs, dédié à Adolphe Sax, inventeur du saxophone. Il s'agit du troisième billet de la nouvelle série consacrée à des Belges qui ont marqué l'art du XXe siècle.

La conception, le dessin, la gravure et l'impression du billet ont été réalisés par l'Imprimerie de la Banque Nationale de Belgique. La création du recto du billet est due à Monique-Golaire et celle du verso à Kenneth Ponsaers; le portrait de Adolphe Sax a été gravé par Benoît Grégoire.



Comme pour tous ses billets, la Banque a respecté des normes strictes de qualité et de sécurité.

Le papier de coton du billet de 200 francs est blanc et orné, dans la zone centrale non imprimée, d'un filigrane à l'effigie d'Adolphe Sax. En filigrane également, la signature du facteur d'instruments de musique. Le fil de sécurité ressort au verso, à certains endroits sous la forme d'une ligne argentée discontinue. Par transparence, on distingue sur toute la longueur de ce fil la mention « 200F » en minuscules caractères. Sous un rayonnement ultraviolet, on voit apparaître sur chaque face des fibres rouges, vertes et bleues disséminées dans le papier, le fil de sécurité ressortant en vert.

Le portrait d'Adolphe Sax, imprimé à gauche en taille-douce à l'encre verte, constitue le motif principal de la face recto. Sur l'épaule droite du facteur d'instruments apparaît sa signature. A droite, dans les tons orange, des notes de musique stylisées s'échappent d'un saxophone. La valeur en chiffres est imprimée horizontalement, en taille-douce, en haut à droite, dans des nuances lie-de-vin et vertes. Immédiatement à gauche de ces chiffres se trouve un rectangle de couleur verte, imprimé également en taille-douce, qui comporte le chiffre 200 en image latente, c'est-à-dire n'apparaissant qu'en lumière frissante.

Le parfait registre de l'impression se vérifie également si l'on regarde, dans le coin inférieur droit, le motif du bec du saxophone par transparence. Les éléments colorés du recto complètent exactement ceux du verso.

La face verso, toute en nuances vertes et orange, évoque l'œuvre d'Adolphe Sax. Elle représente à gauche le profil de trois saxophonistes de jazz et à droite l'esquisse de la ville de Dinant.

Tout comme pour les billets de 10.000, 2.000 et 100 francs, émis antérieurement, la Banque a publié un dépliant explicatif que l'on peut obtenir auprès des agences bancaires et dans les différents sièges de la Banque Nationale. Ce document présente à la fois les signes de sécurité du billet et une évocation du facteur d'instruments Adolphe Sax et de son œuvre.

2. GESTION DES RESERVES DE CHANGE

Arbitrages d'or contre monnaies étrangères

Le 27 mars 1996, la Banque a annoncé que, dans le cadre de la gestion de ses réserves externes, elle avait réalisé des arbitrages d'or contre monnaies étrangères et augmenté ainsi le montant de ces dernières d'environ 30 p.c. En conformité avec les dispositions légales en vigueur, la plus-value réalisée a été inscrite intégralement à un compte bloqué. Cette transaction est sans incidence sur l'efficacité de la politique monétaire en général et sur la gestion du marché monétaire en particulier.

La proportion des actifs en or dans les réserves totales a ainsi été ramenée à un niveau qui facilitera l'insertion de la Banque dans le processus d'unification européenne et qui correspond à la proportion d'or observée dans les réserves totales des Etats membres de l'Union européenne.

L'opération, qui a été réalisée avec une banque centrale, est entièrement accomplie et a porté sur une quantité d'or de 203 tonnes. Elle est reflétée dans la situation hebdomadaire arrêtée le 25 mars 1996. Cette situation fait apparaître, aux cours comptables et en chiffres arrondis, une diminution des avoirs en or de BEF 74 milliards et un accroissement des avoirs en monnaies étrangères de BEF 81 milliards. Au passif apparaît une augmentation de la rubrique « Réserve indisponible de plus-values sur or » de BEF 70 milliards et une réduction des différences d'évaluation sur or de BEF 63 milliards.

L'opération mentionnée n'a aucun rapport avec les cessions d'actifs d'or, prévues par la loi du 23 décembre 1988, notamment en vue de l'émission de monnaies par l'Etat à des fins numismatiques ou commémoratives. La loi stipule que ces cessions ne peuvent excéder au total 2,75 p.c. du poids de l'or figurant dans les avoirs de la Banque au 1^{er} janvier 1987. Il reste encore 0,73 p.c. de ce poids disponible.

3. POLITIQUE MONETAIRE

Modification de taux du 22 novembre 1995

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses taux comme suit :

Taux central	3,95 p.c. (-0,05 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	5,20 p.c. (-0,05 p.c.)
Taux pour les situations créditrices :	
- tranche ordinaire	2,95 p.c. (-0,05 p.c.)
- tranche de dépassement ..	1,95 p.c. (-0,05 p.c.)

Ces nouveaux taux entrent en vigueur immédiatement.

Modification de taux du 14 décembre 1995

Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt en Allemagne et dans d'autres pays européens et vu la forte position du franc belge sur les marchés des changes, la Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses tarifs comme suit :

Taux d'escompte	3,00 p.c. (-0,50 p.c.)
Taux pour les avances hors plafond	7,00 p.c. (-1,00 p.c.)
Taux central	3,75 p.c. (-0,20 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	5,00 p.c. (-0,20 p.c.)
Taux pour les situations créditrices :	
- tranche ordinaire	2,75 p.c. (-0,20 p.c.)
- tranche de dépassement ..	1,75 p.c. (-0,20 p.c.)

Les nouveaux taux seront d'application à partir du vendredi 15 décembre 1995.

Modification de taux du 10 janvier 1996

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses taux comme suit :

Taux central	3,70 p.c. (-0,05 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	4,95 p.c. (-0,05 p.c.)
Taux pour les situations créditrices :	
- tranche ordinaire	2,70 p.c. (-0,05 p.c.)
- tranche de dépassement ..	1,70 p.c. (-0,05 p.c.)

Ces nouveaux taux entrent en vigueur immédiatement.

Modification de taux du 17 janvier 1996

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses taux comme suit :

Taux central	3,65 p.c. (-0,05 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	4,90 p.c. (-0,05 p.c.)
Taux pour les situations créditrices :	
- tranche ordinaire	2,65 p.c. (-0,05 p.c.)
- tranche de dépassement ..	1,65 p.c. (-0,05 p.c.)

Ces nouveaux taux entrent en vigueur immédiatement.

Modification de taux du 24 janvier 1996

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses taux comme suit :

Taux central	3,55 p.c. (-0,10 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	4,80 p.c. (-0,10 p.c.)
Taux pour les situations créditrices :	
- tranche ordinaire	2,55 p.c. (-0,10 p.c.)
- tranche de dépassement ..	1,55 p.c. (-0,10 p.c.)

Ces nouveaux taux entrent en vigueur immédiatement.

Modification de taux du 31 janvier 1996

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses taux comme suit :

Taux central	3,40 p.c. (-0,15 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	4,65 p.c. (-0,15 p.c.)
Taux pour les situations créditrices :	
- tranche ordinaire	2,40 p.c. (-0,15 p.c.)
- tranche de dépassement ..	1,40 p.c. (-0,15 p.c.)

Ces nouveaux taux entrent en vigueur immédiatement.

Modification de taux du 1 février 1996

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses taux comme suit :

Taux central	3,30 p.c. (-0,10 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	4,55 p.c. (-0,10 p.c.)
Taux pour les situations créditrices :	
- tranche ordinaire	2,30 p.c. (-0,10 p.c.)
- tranche de dépassement ..	1,30 p.c. (-0,10 p.c.)

Les nouveaux taux seront d'application à partir du vendredi 2 février 1996.

Modification de taux du 18 avril 1996

Compte tenu des récentes baisses des taux dans divers pays européens, la Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier comme suit ses taux d'intérêt :

Taux pour les avances hors plafond	6,00 p.c. (-1,00 p.c.)
Taux d'escompte	2,50 p.c. (-0,50 p.c.)

Les nouveaux taux seront d'application à partir du vendredi 19 avril 1996.

Modification de taux du 14 mai 1996

La Banque Nationale de Belgique a décidé de modifier ses taux comme suit :

Taux central	3,20 p.c. (-0,10 p.c.)
Taux pour les avances à l'intérieur du plafond	4,45 p.c. (-0,10 p.c.)
Taux pour les situations créditrices :	
- tranche ordinaire	2,20 p.c. (-0,10 p.c.)
- tranche de dépassement ..	1,20 p.c. (-0,10 p.c.)

Les nouveaux taux seront d'application à partir du mardi 14 mai 1996.

4. ENQUETE RELATIVE AUX MARCHES DES PRODUITS DERIVES EN BELGIQUE

Au mois d'avril 1995, la Banque Nationale de Belgique, en concertation avec 25 autres banques centrales, a organisé une enquête statistique (« survey ») sur les marchés des produits dérivés. Cette enquête a été coordonnée par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) à Bâle, qui s'était chargée de l'agrégation internationale des résultats des différents centres. Le but de cette enquête est d'obtenir des informations statistiques sur la taille et la structure des marchés des produits dérivés. L'enquête porte sur les chiffres d'affaires pour le mois d'avril 1995 et sur les positions au 31 mars 1995.

En Belgique, 33 institutions ont collaboré à l'enquête (25 institutions de crédit et 8 sociétés de bourse). Les tableaux ci-joints offrent un aperçu des résultats pour la Belgique.

Les plus importants peuvent être résumés comme suit :

Le chiffre d'affaires net, c'est-à-dire le chiffre d'affaires rapporté, corrigé en vue d'éviter les doubles comptages (les opérations entre deux participants belges étant rapportées par tous les deux), des produits basés sur des taux de change s'élève à USD 403 milliards, ce qui se traduit par un chiffre d'affaires journalier moyen de USD 22 milliards. Le chiffre d'affaires net pour les produits basés sur des taux de change se compose pour 96 p.c. de swaps de devises, les options sur devises et les cross currency swaps ne représentant que moins de 2 p.c. du chiffre d'affaires. Les résultats de l'enquête quant aux swaps de devises ont déjà été commentés dans la communication que la Banque a publiée, à l'occasion de l'enquête trisannuelle sur les mar-

chés des changes, dans sa Revue Economique de novembre 1995.

Le chiffre d'affaires net pour des produits basés sur des taux d'intérêt s'élève à USD 186 milliards, ce qui se traduit par un chiffre d'affaires journalier moyen de USD 10 milliards. Ce chiffre d'affaires net se compose pour 56 p.c. de produits négociés sur le marché OTC (« over the counter »). Le chiffre d'affaires journalier de ces produits OTC s'élève à USD 5.769 millions. Les « forward rate agreements » (FRA) représentent 71 p.c. du chiffre d'affaires des produits OTC basés sur les taux d'intérêt; les swaps de taux d'intérêt représentent 28 p.c. du chiffre d'affaires. Le chiffre d'affaires journalier des options OTC sur taux d'intérêt est très bas, s'établissant à USD 59 millions.

Pour les produits basés sur les taux d'intérêt, le BEF est la devise la plus importante : 38 p.c. du chiffre d'affaires des produits négociés en bourse (futures ou options) sont exprimés en BEF; pour le marché OTC, la part du BEF s'élève à 30 p.c.

Mesuré par les positions notionnelles, l'ampleur du marché des produits basés sur les taux d'intérêt dépasse le marché des produits basés sur les taux de change; le marché des produits basés sur des actions est d'une taille sensiblement plus limitée.

La part des transactions entre « dealers » sur les marchés OTC est assez élevée : 76 p.c. pour les produits basés sur des taux de change et 65 p.c. pour les produits basés sur des taux d'intérêt.

La Banque des Règlements Internationaux publiera ultérieurement une analyse comparative détaillée des résultats.

RESULTATS DE L'ENQUETE STATISTIQUE SUR LES MARCHES DES PRODUITS DERIVES EN BELGIQUE

1. TABLEAU SYNOPTIQUE PAR FACTEUR DE RISQUE SOUS-JACENT

	Chiffre d'affaires net journalier en avril 1995 (en millions USD)	Positions en montants notionnels au 31.03.95 (en millions USD)
Produits basés sur taux de change	22.408	507.404
Produits basés sur taux d'intérêt	10.311	533.172
Produits basés sur actions	—	3.190

2. TABLEAU SYNOPTIQUE DES PRODUITS BASES SUR TAUX DE CHANGE, PAR INSTRUMENT

	Chiffre d'affaires net journalier en avril 1995		Positions en montants notionnels au 31.03.95	
	en millions USD	%	en millions USD	%
Transactions « over the counter » :				
- Outrights	433	1,9	} 454.562	89,6
- FX-swaps	21.599	96,2		
- Currency swaps	45	0,2		
- Currency options	370	1,7		
Produits négociés en bourse :				
- Options	1	0	396	0
- Futures	0	0	4	0
TOTAL	22.408	100	507.404	100

3. TABLEAU SYNOPTIQUE DES PRODUITS OTC BASES SUR TAUX D'INTERET, PAR INSTRUMENT

	Chiffre d'affaires net journalier en avril 1995		Positions en montants notionnels au 31.03.95	
	en millions USD	%	en millions USD	%
Forward rate agreements	4.074	70,6	160.961	34,0
Interest rate swaps	1.636	28,4	289.903	61,3
Options	59	1,0	21.099	4,5
Autres produits	—	—	1.035	0,2
TOTAL	5.769	100	472.998	100

4. TABLEAU SYNOPTIQUE DES PRODUITS BASES SUR TAUX D'INTERET, NEGOCIES EN BOURSE, PAR INSTRUMENT

	Chiffre d'affaires net journalier en avril 1995		Positions en montants notionnels au 31.03.95	
	en millions USD	%	en millions USD	%
Futures	4.528	99,7	59.952	99,6
Options	15	0,3	222	0,4
TOTAL	4.543	100	60.174	100

5. TABLEAU SYNOPTIQUE DU CHIFFRE D'AFFAIRES NET JOURNALIER DES PRODUITS BASES SUR TAUX D'INTERET, PAR DEVISE
(en millions USD, avril 1995)

	BEF	USD	DEM	JPY	Autres	Total
Forward rate agreements	1.166	780	350	47	1.731	4.074
Interest rate swaps	515	401	129	15	576	1.636
Options OTC	40	3	4	0	12	59
Futures ¹	1.702	317	722	52	1.735	4.528
Options négociées en bourse ¹	2	3	8	0	2	15

¹ Les doubles comptages n'ont pas été corrigés.

5. RAPPORT DE LA BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX SUR LE RISQUE DE REGLEMENT DANS LES OPERATIONS DE CHANGE

Le 27 mars 1996, la Banque des Règlements Internationaux a publié un rapport sur « Le risque de règlement dans les opérations de change ». Le rapport a été élaboré, sous les auspices du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) présidé par M. McDonough, par le Groupe de coordination sur le risque de règlement dans les opérations de change, présidé par M. Peter W. Allsopp, Head of Payment, Settlement and Clearing Systems Division de la Bank of England.

Le rapport a été approuvé par les gouverneurs des banques centrales du G-10 en janvier 1996.

Les banques sont confrontées à un risque potentiel considérable dans le règlement de leurs opérations de change. Le rapport du Comité fait apparaître que les pratiques suivies actuellement à cet égard peuvent engendrer des expositions entre banques susceptibles de durer plusieurs jours. Etant donné l'ampleur de l'activité de change, cela signifie qu'à tout moment, l'exposition d'une banque au risque qui résulterait d'une défaillance, ne serait-ce que d'une seule contrepartie, peut excéder le montant de ses fonds propres. Les préoccupations des banques centrales concernent les implications systémiques possibles des niveaux actuels d'exposition aux risques de crédit et de liquidité, qui, dans l'éventualité d'une seule défaillance, pourraient entraîner la chute d'autres banques et institutions. C'est essentiellement pour cette raison que les banques centrales tiennent impérativement à ce que les mécanismes de paiement sur lesquels repose le système de règlement soient en mesure de résoudre les problèmes et soient suffisamment solides pour résister à des défaillances majeures.

Le rapport montre aussi, cependant, que les banques peuvent limiter ce risque en améliorant leurs procédures de postmarché (*back office*), relations de correspondants bancaires, accords de compensation et gestion interne des risques. En outre, des mécanismes de règlement et des systèmes de compensation multidevises

bien conçus pourraient renforcer notablement la capacité de chaque banque à réduire son exposition au risque.

Le rapport présente une stratégie de réduction de ce risque qui sera activement promue par les banques centrales. Concrètement, les banques centrales du G-10 mettront en œuvre, au cours des deux prochaines années, une stratégie en trois axes :

* *Initiatives individuelles des établissements de crédit visant à limiter leur exposition au risque de règlement dans leurs opérations de change*

Le rapport recommande que les établissements de crédit prennent des mesures immédiates en vue de contrôler leur exposition au risque de règlement afférent à leurs opérations de change. En effet, ils disposent d'une grande marge de manœuvre pour traiter ce problème en améliorant leurs méthodes de mesure et de gestion des risques.

* *Initiatives des groupements professionnels visant à mettre en place des dispositifs multidevises permettant de réduire les risques*

Les groupements professionnels sont invités à mettre au point des dispositifs multidevises bien conçus pour compléter les efforts individuels de réduction du risque. Les banques centrales du G-10 considèrent que le secteur privé est plus à même que le secteur public de mettre en place de tels dispositifs.

* *Initiatives des banques centrales visant à inciter le secteur privé à faire des progrès rapides*

Chaque banque centrale du G-10, en coopération, s'il y a lieu, avec les organes de tutelle compétents, choisira les moyens les plus efficaces pour inciter, sur le plan national, le secteur privé à prendre des mesures satisfaisantes au cours des deux prochaines années. En outre, lorsque cela sera opportun et possible, les banques centrales apporteront ou chercheront à faire apporter certaines améliorations-clés aux systèmes de paiement domestiques et envisageront d'autres actions destinées à soutenir les initiatives du secteur privé pour la réduction du risque. En effet, les pouvoirs publics devront probablement encourager les établissements de

crédit et groupements professionnels à agir, et coopérer avec ces groupements, pour obtenir sans trop tarder des résultats à l'échelle du marché.

Le CSPR suivra de près, par l'intermédiaire de son Groupe de coordination sur le risque de règlement dans les opérations de change, les progrès accomplis au cours des deux prochaines années, afin de déterminer si d'autres mesures s'imposent. Si la responsabilité de ces changements incombe clairement aux institutions du secteur privé, les banques centrales sont prêtes à soutenir au maximum leurs initiatives. Par exemple, les banques centrales du G-10 se proposent de coopérer avec les groupements professionnels souhaitant développer des services de compensation et de règlement multidevises.

Un exemplaire de ce rapport peut être demandé auprès de la
Banque des Règlements Internationaux,
Centralbahnplatz, CH — 4002 Bâle
(tél. : 00/41/61/280.80.80 ;
fax : 00/41/61/280.91.00)
ou auprès de la Banque Nationale de Belgique,
Service paiements scripturaux,
boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles
(fax : 02/221.31.03)

6. UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE : SCENARIO POUR LE PASSAGE A LA MONNAIE UNIQUE

Rapport de l'Institut Monétaire Européen

Le Conseil européen, réuni à Cannes les 26 et 27 juin 1995, avait invité le Conseil ECOFIN à élaborer, en collaboration avec l'IME et la Commission européenne, un projet de scénario de passage à la monnaie unique. La Commission avait déjà publié, le 31 mai 1995, un Livre vert sur les modalités pratiques de l'introduction de la monnaie unique.

Le projet détaillé établi par l'IME est exposé dans le rapport intitulé « *Le passage à la monnaie unique* », qui a été publié le 14 novembre 1995. Ce rapport peut être obtenu auprès de la Banque Nationale de Belgique, Service Documentation, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (tél. : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.31.63).

Conclusions du Conseil européen de Madrid

L'essentiel des propositions formulées dans le rapport de l'IME a été entériné lors de sa réunion du 27 novembre 1995 par le Conseil ECOFIN, lequel a mis définitivement au point le projet des modalités de passage et l'a soumis aux chefs d'Etat et de gouvernement. Au sommet de Madrid, les 15 et 16 décembre 1995, le Conseil européen a adopté le scénario de passage à la monnaie unique, qui cadrerait avec celui qu'avait proposé l'IME. Le Conseil a décidé de donner le nom « euro » à l'unité monétaire européenne qui doit être introduite au début de la troisième phase et a confirmé que cette dernière commencerait le 1^{er} janvier 1999. La liste des pays qui feront partie de la zone euro devra être arrêtée le plus tôt possible dans l'année 1998, dès que des données sûres en ce qui concerne les résultats de l'année 1997 seront disponibles.

Nous publions ci-dessous le texte concernant le scénario de référence pour l'introduction de la monnaie unique, tel qu'il a été adopté par le Conseil européen :

« Depuis l'entrée en vigueur du traité sur l'Union européenne (« traité de Maastricht »), en particulier depuis le début de la deuxième phase du processus menant à une Union économique et monétaire, les Etats membres, les instances européennes et des représentants de nombreuses organisations privées ont étudié les différents aspects du passage à la monnaie unique. Les travaux préparatoires ont désormais atteint un stade d'avancement qui permet de présenter un scénario de référence comportant des mesures clairement définies et des délais d'exécution préétablis.

Les travaux préparatoires en cours sont menés avec pour point de mire l'objectif primordial fixé par le traité, à savoir la création d'une monnaie unique stable. L'une des conditions préalables pour atteindre cet objectif est la réalisation d'un haut degré de convergence des performances économiques avant que les taux de change ne soient fixés de manière irrévocable. Une application rigoureuse des critères de convergence pour déterminer les Etats membres qui remplissent les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique créera un cli-

mat de confiance dans la nouvelle monnaie et convaincra le public dans son ensemble ainsi que les marchés de sa force et de sa stabilité. Après être passé à la troisième phase de l'Union économique et monétaire, il conviendra de maintenir la convergence. Les finances publiques devront, en particulier, rester saines, conformément aux obligations découlant du traité. Il faudra donc étudier les moyens qui permettront d'assurer une discipline budgétaire parmi les pays faisant partie de la zone « euro », conformément aux procédures et aux principes posés par le traité. En outre, il sera nécessaire de définir les relations futures entre les Etats membres qui adopteront l'euro et les autres avant de passer à la troisième phase, dans le but, notamment, de sauvegarder la stabilité monétaire au sein du marché unique.

Afin de lever les incertitudes, il convient de préparer avec soin, sur le plan technique, le passage à la troisième phase. Cela contribuera également à mieux faire accepter la nouvelle monnaie par le public. Le scénario de référence présenté ci-après a été défini en concertation avec la Commission et l'IME et tient compte du Livre vert élaboré par la Commission ainsi que du rapport de l'IME sur le passage à la monnaie unique. Il est conforme au calendrier, aux procédures et aux critères établis par le traité. Il veille à la transparence, renforce la crédibilité et souligne le caractère irréversible du processus. Il est techniquement réalisable et a pour objectif de créer la nécessaire sécurité juridique, de réduire au minimum le coût de l'adaptation et d'éviter des distorsions de concurrence. En annonçant des mesures concrètes qui doivent être prises selon un calendrier précis, le scénario fournit aux utilisateurs de l'argent l'information nécessaire pour qu'ils s'adaptent à l'introduction de la monnaie unique. Enfin, le scénario est compatible avec le rapport de l'IME sur le passage à la monnaie unique.

Le scénario pour l'introduction de la monnaie unique prend comme point de départ de la troisième phase la date du 1^{er} janvier 1999. Les mesures qui seront prises pendant les différentes phases du processus de transition sont présentées ci-après. (...)

Le Conseil, réuni au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement, confirmera quels Etats membres remplissent les conditions nécessaires

pour l'adoption de la monnaie unique. La date de cette décision marquera le début d'une période intermédiaire précédant le passage à la troisième phase, pendant laquelle des décisions seront prises pour parachever les travaux préparatoires. D'une part, l'ampleur de la tâche porterait à croire que cette période intermédiaire pourrait durer environ un an, mais, d'autre part, les chefs d'Etat et de gouvernement devront déterminer les Etats membres participants en se fondant sur les données les plus récentes et les plus fiables pour 1997. Des efforts particuliers seront faits pour que les chefs d'Etat et de gouvernement prennent leur décision dès que possible en 1998. Les progrès réalisés dans les travaux préalables contribueront à garantir que toutes les mesures nécessaires seront en place pour le début de la troisième phase. Plusieurs de ces mesures relèvent de la compétence de la Banque centrale européenne (BCE).

Il conviendra de créer la BCE assez tôt pour permettre l'achèvement des travaux préparatoires et pour que la BCE soit pleinement opérationnelle le 1^{er} janvier 1999. Par conséquent, dès que possible au cours de cette période transitoire, le Conseil et les Etats membres participants devront adopter un certain nombre de dispositions légales et nommer le directoire de la BCE. Dès que ce directoire sera nommé, la BCE et le Système européen de banques centrales (SEBC) seront institués. Les organes de décision de la BCE détermineront, élaboreront et mettront à l'épreuve le cadre permettant au SEBC et à la BCE de remplir leurs missions lors de la troisième phase.

La troisième phase de l'Union économique et monétaire commencera le 1^{er} janvier 1999 avec la fixation irrévocable des taux de conversion des monnaies des pays participants, entre elles et par rapport à l'euro, et avec la politique monétaire unique qui sera définie et mise en œuvre en euros par le SEBC. Le SEBC encouragera l'utilisation de l'euro sur les marchés des changes : les opérations qui se dérouleront sur ces marchés seront effectuées et réglées en euros. Le 1^{er} janvier 1999, il faudra que l'infrastructure du système de paiements soit à même d'assurer le bon fonctionnement d'un marché monétaire basé sur l'euro et couvrant une zone définie. Les banques centrales nationales pourraient accorder des facilités de conversion aux établissements financiers qui n'ont pas été en

mesure de s'équiper des moyens nécessaires pour convertir des montants exprimés en euros en unités monétaires nationales et vice versa.

Un règlement du Conseil, qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 1999, définira le cadre juridique de l'utilisation de l'euro. A partir de cette date, l'euro sera une monnaie à part entière et le panier officiel de l'écu cessera d'exister. Ce règlement aura pour effet que les monnaies nationales et l'euro deviendront des expressions différentes d'une monnaie identique sur le plan économique. Tant que des unités monétaires nationales différentes existeront, le règlement du Conseil fixera une équivalence juridiquement contraignante entre l'euro et les unités monétaires nationales (ce qui signifie que tout montant monétaire se verra attribuer, de manière juridiquement contraignante, une contre-valeur immuable en euros au taux officiel de conversion et vice versa). Le règlement garantira que, pendant la période précédant l'échéance fixée pour l'achèvement de la transition, les opérateurs économiques privés auront la faculté d'utiliser l'euro; ils ne devraient pas pour autant y être contraints. Ils devraient être, autant que possible, autorisés à élaborer leurs propres mécanismes d'adaptation au passage à la monnaie unique; néanmoins, la mise en œuvre de ces principes devrait respecter les pratiques du marché en matière de normalisation. Le règlement prévoira également que les billets en monnaie nationale auront toujours cours légal à l'intérieur des frontières des territoires nationaux respectifs jusqu'à ce que le passage à la monnaie unique soit achevé. Les travaux techniques préparatoires en vue de ce règlement devront être terminés au plus tard d'ici à la fin de 1996.

Le remplacement des monnaies nationales par l'euro ne devrait pas, en soi, affecter la continuité des contrats; les montants exprimés en monnaie nationale seront convertis en euros en appliquant le taux de conversion fixé par le Conseil. Pour les titres et les emprunts à taux fixe, ce remplacement ne modifiera pas en soi le taux d'intérêt nominal payable par le débiteur, sauf disposition contraire prévue dans le contrat. Dans le cas de contrats libellés par référence au panier officiel de l'écu de la Communauté européenne, conformément au traité, la conversion en euros se fera au taux de 1:1, sauf disposition contraire prévue dans le contrat.

Les nouveaux titres négociables de la dette publique seront émis en euros à partir du 1^{er} janvier 1999 par les Etats membres participants. Au 1^{er} juillet 2002 au plus tard, la dette publique exprimée dans les anciennes monnaies nationales sera uniquement remboursable dans la monnaie unique.

Dans les Etats membres participant à la troisième phase, l'utilisation généralisée de l'euro pour les opérations du secteur public surviendra au plus tard au moment où les billets et pièces européens seront pleinement introduits. Le calendrier sera fixé par la législation communautaire et pourrait laisser une certaine marge de liberté aux Etats membres.

Les autorités publiques sont invitées à mettre en route les mesures nécessaires pour adapter leur administration à l'euro.

Le 1^{er} janvier 2002 au plus tard, les billets et pièces en euros commenceront à circuler parallèlement aux billets et pièces nationaux. Les billets et pièces en euros auront cours légal. Au fur et à mesure que les billets et pièces en euros seront mis en circulation, les billets et pièces nationaux seront retirés. Les Etats membres devraient s'efforcer de réduire au maximum la durée de la période pendant laquelle les billets et pièces en monnaie nationale et en euros circuleront parallèlement. En tout état de cause, les billets et pièces nationaux cesseront d'avoir cours légal au plus tard six mois après l'introduction des billets et pièces en euros. A cette échéance, le processus de passage à la monnaie unique sera achevé. Ensuite, les billets et pièces nationaux pourront encore être échangés gratuitement dans les banques centrales nationales.»

7. INSTITUT MONETAIRE EUROPEEN

Rapport sur les progrès de la convergence

Conformément à l'article 7 de ses statuts, l'Institut monétaire européen a publié, en novembre 1995, un premier rapport intégralement consacré à l'état d'avancement des travaux préparatoires en vue de la troisième phase de l'Union économique et monétaire.

Ce rapport comprend un jugement sur les progrès de la convergence dans l'Union européenne et traite notamment de l'adaptation des instruments de la politique monétaire et de la préparation des mesures nécessaires à la conduite d'une politique monétaire unique au cours de la troisième phase, ainsi que des prescriptions de caractère statutaire auxquelles ces banques centrales nationales doivent satisfaire pour faire partie intégrante du SEBC.

Le rapport peut être obtenu auprès de la Banque Nationale de Belgique, Service Documentation, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (tél. : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.31.63).

Rapport sur l'évolution des systèmes de paiement dans l'UE en 1995

Le 26 mars 1996, le Conseil de l'Institut monétaire européen (IME) a publié un rapport intitulé « *Developments in EU payment systems in 1995* ». Ce document a été rédigé par le Groupe de travail sur les systèmes de paiement dans l'EU (GTSP), présidé par M.W. Hartmann, membre du Directoire de la Deutsche Bundesbank. Il fait suite à deux publications antérieures intitulées « *Minimum common features for domestic payment systems* » et « *Developments in EU payment systems in 1994* ».

Comme dans les éditions précédentes, ce rapport traite des six domaines dans lesquels les banques centrales estiment qu'une harmonisation des systèmes de paiement nationaux est nécessaire : les conditions d'accès, la gestion des risques, les aspects juridiques, la standardisation et les infrastructures, la politique de tarification et les horaires de fonctionnement.

L'analyse menée par le GTSP permet de conclure que les dix principes énoncés dans le rapport « *Minimum common features for domestic payment systems* » de 1993 ne sont, aujourd'hui, que partiellement respectés. Toutefois, des progrès importants ont déjà été enregistrés et des réformes sont en cours dans tous les pays de l'Union européenne pour que les systèmes de paiement répondent à l'ensemble de ces principes.

Le Conseil de l'IME estime que l'application de ces dix principes constitue une exigence fondamentale pour la troisième phase de l'UEM. Les systèmes de paiement interbancaires de l'Union devraient par conséquent y répondre pour le 1^{er} janvier 1999 au plus tard.

Le Conseil de l'IME remarque que les progrès les plus significatifs ont été réalisés dans la mise en place de systèmes de règlement brut en temps réel dans chaque pays membre de l'Union. En 1993, de tels systèmes n'étaient opérationnels que dans six pays, et une majorité de paiements de montants importants étaient liquidés dans des systèmes de règlement net. Il est maintenant prévu que des systèmes de règlement brut en temps réel soient opérationnels dans tous les pays de l'Union européenne pour mi-1997. Ils assureront le traitement de pratiquement toutes les opérations de gros montants dans neuf des pays membres. La coopération entre les établissements de crédit et les banques centrales devra se poursuivre afin d'éviter des retards dans la mise en production de ces systèmes sur lesquels reposera le système « TARGET » (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer) que les banques centrales et l'IME se proposent de mettre en œuvre dans la perspective de la troisième phase de l'UEM.

En outre, l'IME confirme que la mise en application rapide de l'ensemble des normes en matière de prévention des risques, appelées aussi « normes Lamfalussy », contenues dans le rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales du Groupe des dix publié en novembre 1990, constitue un élément essentiel des programmes de réduction des risques dans les systèmes de règlement net qui continueront à fonctionner dans l'Union européenne, parallèlement aux systèmes de règlement brut en temps réel.

L'IME et les banques centrales des pays membres de l'Union se sont également mis d'accord sur les conditions auxquelles les établissements de crédit ne disposant pas d'une implantation locale dans l'un des Etats membres pourront participer aux systèmes de paiement de ce pays (« remote access » ou accès à distance). Les banques centrales de l'Union européenne traiteront en particulier toute demande d'accès à distance aux systèmes de paiement interbancai-

res dont elles sont responsables, de la même manière que s'il s'agissait d'une demande émanant d'un établissement de crédit de leur propre pays.

Les travaux vont également se poursuivre en vue d'éliminer les incohérences entre les systèmes juridiques nationaux, dans la mesure où celles-ci sont susceptibles d'augmenter les risques dans les systèmes de paiement domestiques. C'est dans ce contexte que des efforts sont menés, en particulier en vue d'éliminer l'incidence des clauses dites "heure zéro", pour les participants aux systèmes de paiement interbancaires dans les pays membres où ces dispositions légales en matière de faillite sont encore en vigueur. Une solution à ce problème pourrait être apportée par la proposition de Directive annoncée par la Commission européenne sur l'irrévocabilité du règlement et les garanties.

Enfin, conformément aux dispositions du traité de Maastricht, l'IME et les banques centrales de l'Union européenne accorderont davantage d'attention aux questions relatives aux paiements transfrontaliers de détail, bien qu'aucune action commune ne soit envisagée sur un plan opérationnel. L'IME et les banques centrales ont l'intention d'encourager les établissements de crédit à éviter la prolifération des standards techniques incompatibles.

Un exemplaire de ce rapport peut être obtenu auprès de la Banque Nationale de Belgique, service Paiements scripturaux, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (fax 02/221.31.03).

On pourra également l'obtenir auprès de l'IME, à l'adresse suivante :

Institut monétaire européen
Secrétariat général — Section des Systèmes de paiement
Eurotower — Kaiser Strasse, 29
60311 Frankfurt am Main
Fax 00 49 69 27 227 227

Rapport annuel 1995 de l'Institut monétaire européen

Le 2 avril 1996, l'Institut monétaire européen a publié son deuxième Rapport annuel. Ce rapport s'articule essentiellement autour de

deux thèmes : la manière dont l'IME s'acquitte de la mission dont il est investi de préparer l'Union économique et monétaire et les résultats des économies dans les pays de l'Union européenne.

En ce qui concerne le premier thème, l'IME a respecté le calendrier des travaux préparatoires qu'implique la disposition du traité lui imposant de déterminer avec précision le cadre réglementaire, organisationnel et logistique dans lequel le Système européen de banques centrales remplira ses fonctions dans la troisième phase. Les principales réalisations sont les suivantes :

- le rapport publié par l'IME en novembre 1995 sous le titre « Le passage à la monnaie unique », qui est à la base du projet présenté en décembre par le Conseil ECOFIN au Conseil européen réuni à Madrid, où ce projet a été adopté ;
- les travaux relatifs aux instruments de la politique monétaire, domaine d'importance capitale, où la complexité des problèmes impose des études approfondies avant de pouvoir mettre sur pied un dispositif à la fois efficace et pratique. Ces travaux sont déjà bien avancés ;
- les progrès effectués en matière de systèmes de paiement : l'accord s'est fait sur le système « TARGET », combinaison de systèmes à règlement brut en temps réel interconnectés — qui conditionne la conduite d'une politique monétaire unique dans la troisième phase —, et l'on s'emploie à mettre au point les modalités détaillées de sa mise en œuvre.

En outre, l'IME a avancé notamment dans la préparation de l'établissement de statistiques couvrant l'ensemble de l'Union et d'une politique de change unique, dans les travaux préparatoires à la fabrication de billets de banque européens et dans le domaine de l'harmonisation des règles et principes comptables.

Concurremment avec les travaux préparatoires à la troisième phase, l'IME a aussi pour mission importante, dans la deuxième phase, de renforcer la coopération entre les banques centrales nationales et la coordination des politiques monétaires dans la poursuite de l'objectif de stabilité des prix. Il a également un rôle impor-

tant à jouer dans l'évaluation du processus de convergence et c'est à ce titre qu'il a publié en novembre 1995 le rapport intitulé « Les progrès de la convergence ».

Le renforcement de la coordination et l'évaluation de la convergence obligent, l'un et l'autre, à suivre de près les évolutions économiques, financières et monétaires; tel est le deuxième thème principal du rapport annuel de l'IME. Si la croissance a ralenti, il y a des raisons de croire qu'il ne s'agit que d'un accident de parcours. Les pays de l'Union européenne ont accompli des progrès très sensibles sur la voie de la réduction de l'inflation et de la stabilité des prix. Là où des tensions inflationnistes se sont manifestées en 1995, des infléchissements de la politique monétaire opérés en temps voulu ont généralement permis de les endiguer. Les taux d'intérêt à long terme ont diminué sur l'ensemble de l'année, retrouvant ainsi, après l'interruption de 1994, l'orientation à la baisse qu'ils marquaient depuis 1990. Après la phase d'instabilité des premiers mois, la situation sur le front des changes est redevenue calme, la plupart des monnaies qui participent au mécanisme de change européen (MCE) ayant terminé l'année à des cours proches de leurs parités centrales tandis que, parmi les monnaies hors MCE, un certain nombre se sont sensiblement redressées, où même appréciées, au cours de l'année.

Cependant, la clé de la convergence et, plus généralement, de résultats économiques satisfaisants dans l'Union reste la politique budgétaire. Les déficits enregistrés dans la plupart des pays membres, ainsi que dans l'Union considérée globalement, dépassent largement le niveau de 3 p.c. du PIB et sont donc excessifs, quel que soit le critère adopté. En outre, dans un grand nombre de cas, le ratio de la dette se situe au-dessus de la valeur de référence de 60 p.c. fixée par le traité et continue, en

moyenne, d'augmenter. Le ralentissement de l'activité qu'on observe actuellement en Europe n'est pas une raison pour différer les mesures d'assainissement des finances publiques qui s'imposent. L'enjeu, en effet, n'est pas seulement l'union monétaire, mais aussi la nécessité d'augmenter le potentiel de croissance économique des pays de l'Union, par le redéploiement de l'épargne, et leur capacité de s'attaquer aux problèmes redoutables que leur posera, notamment, le vieillissement des populations. A cet égard, il importe de noter qu'une politique d'assainissement des finances publiques n'a pas nécessairement des effets restrictifs si elle est axée essentiellement sur une réduction des dépenses, plutôt que sur un relèvement des impôts, et si elle est mise en œuvre de manière à convaincre les agents économiques qu'elle assurera la viabilité à long terme de la situation des finances publiques.

En conclusion, les travaux préparatoires sans lesquels le Système européen de banques centrales ne pourrait s'acquitter de ses missions dans la troisième phase sont menés au rythme voulu. Les résultats acquis à la réunion du Conseil européen de Madrid ont confirmé la volonté politique d'aller de l'avant sur la voie de l'ouverture de la troisième phase en 1999. Moyennant des politiques économiques appropriées, cette date limite peut être respectée dans un contexte de stricte application des critères de convergence et d'évolutions économiques satisfaisantes dans la Communauté.

Un exemplaire du Rapport annuel de l'IME peut être obtenu auprès de la Banque Nationale de Belgique,
Service Documentation,
boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles
(tél. : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.31.63).

Communications arrêtées au mardi 14 mai 1996.

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



