

REVUE ECONOMIQUE

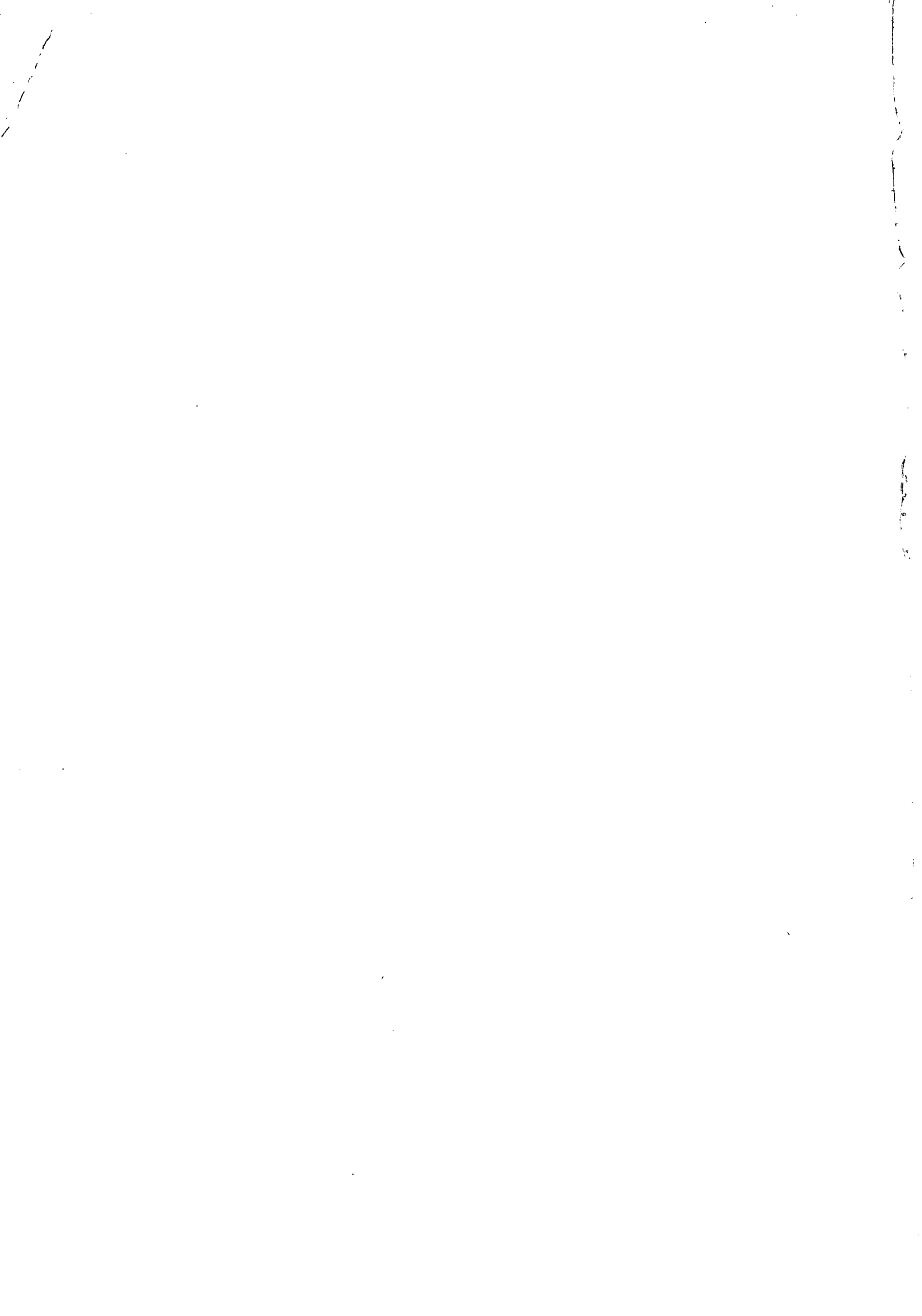


Mai 1997

3^e Année

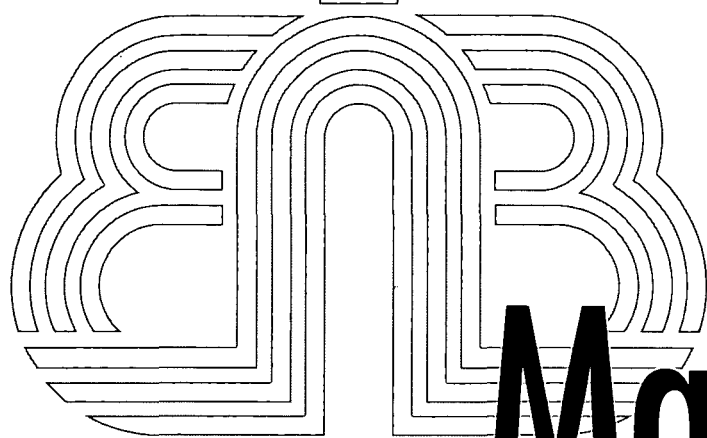
Banque Nationale de Belgique





REVUE ECONOMIQUE

Banque Nationale de Belgique



Mai 1997

3^e Année

Copyright Banque Nationale de Belgique s.a.

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

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

SOMMAIRE

LA BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL EN 1996	5
LA POLITIQUE MONETAIRE UNIQUE EN PHASE III DE L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE – DEFINITION DU CA- DRE OPERATIONNEL	41
COMMUNICATIONS	47

LA BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL EN 1996

1. COMPTE COURANT DE L'UEBL : PERSPECTIVES HISTORIQUE ET INTERNATIONALE

La méthodologie de la cinquième édition du manuel de la balance des paiements du FMI a été utilisée pour établir la balance des paiements de l'UEBL en 1995. La balance des paiements a ainsi en quelque sorte devancé la comptabilité nationale, pour laquelle l'introduction de la nouvelle méthodologie du Système européen des comptes (SEC 95), basée sur le Système des comptes nationaux¹, lui-même harmonisé avec la balance des paiements du FMI, est prévue pour 1998. Les modalités des adaptations méthodologiques introduites dans la balance des paiements ont été décrites dans la Revue économique de mai 1996.

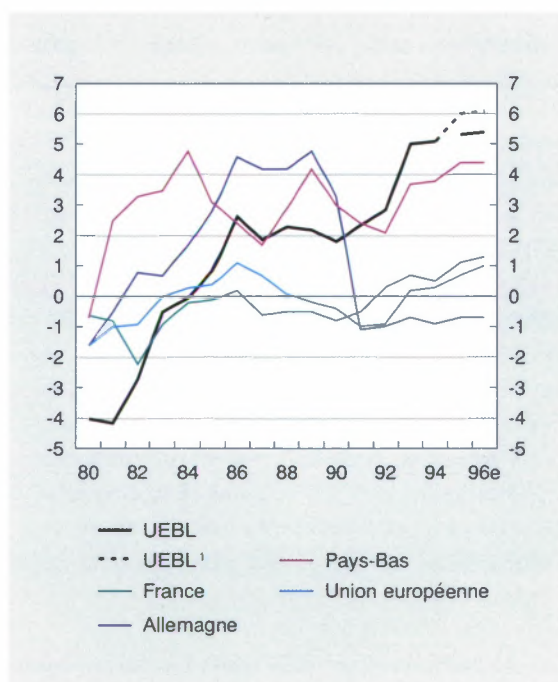
Entre-temps, les travaux devant permettre d'établir des comptes courants séparés pour la

Belgique et le Luxembourg, en cohérence avec celui de l'UEBL, ont été menés à bien. A l'occasion de cette scission, il a paru nécessaire d'adapter de nouveau sur certains points la méthodologie de la balance des paiements de l'UEBL. Une description de ces modifications est donnée en annexe.

Les deux séries de modifications méthodologiques ont affecté le niveau du solde courant de l'UEBL enregistré en 1995. Bien que la portée de ces changements ne puisse être précisément mesurée, des estimations indiquent que le surplus courant s'est trouvé réduit au total de quelque 60 milliards de francs, soit 0,7 p.c. du PIB. Cette rupture dans la série n'est toutefois pas décelable d'emblée, étant donné que le solde de 1995 établi suivant la nouvelle méthodologie – 448 milliards de francs – dépasse celui de 1994 – 417 milliards de francs – et que la tendance à la hausse du surplus courant des années précédentes s'est poursuivie sans interruption apparente. Cette rupture ne peut être ignorée dans une analyse de la balance des paiements sur une période plus longue.

GRAPHIQUE 1 — SOLDE DU COMPTE COURANT

(pourcentages du PIB)



Sources : OCDE, BNB.

¹ Solde estimé pour 1995 et 1996 selon l'ancienne méthodologie.

En 1996, le surplus du compte courant de l'UEBL a continué de progresser pour atteindre 473 milliards de francs, soit 5,4 p.c. du PIB, contre 5,3 p.c. en 1995. Ainsi, le solde courant de l'UEBL en 1996 a été, en termes relatifs, nettement plus élevé que celui des pays voisins. Seul le solde courant des Pays-Bas, avec 4,4 p.c., a été du même ordre de grandeur. L'excédent courant de la France a atteint 1,3 p.c. du PIB, tandis que l'Allemagne a enregistré un déficit courant de 0,7 p.c. du PIB. Le surplus de l'Union européenne dans son ensemble a atteint 1 p.c.

La position du compte courant de l'UEBL est plus confortable que celle des autres pays, car, en cas de forte reprise conjoncturelle de la demande intérieure, la contrainte du finance-

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

TABEAU 1 — COMPTE COURANT DE L'UEBL¹

(milliards de francs)

	Crédit		Débit		Solde	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Biens et services	5.656	5.920	5.281	5.528	375	391
Biens	4.563	4.778	4.262	4.467	301	310
Marchandises générales	4.419	4.616	4.207	4.392	212	224
Travail à façon	99	112	22	31	77	81
Réparations de biens	7	8	8	11	-1	-3
Achats de biens dans les ports	19	28	12	22	7	5
Or non monétaire	18	13	13	11	5	2
Services	1.094	1.142	1.019	1.061	74	81
Transports	289	289	225	229	64	60
Déplacements à l'étranger	184	201	272	296	-88	-95
Services de communication	21	27	10	12	11	15
Services de construction	20	23	22	22	-2	1
Services d'assurance	24	25	24	24	...	2
Services financiers	141	136	94	90	47	47
Services d'informatique et d'information ...	19	22	16	20	4	2
Redevances et droits de licence	18	21	35	38	-17	-17
Autres services commerciaux	317	330	282	292	35	38
dont :						
<i>Négoce international</i>	3	7	4	...	-1	7
<i>Services entre entreprises liées, non compris ailleurs</i>	179	187	146	153	33	34
Services personnels, culturels et récréatifs ..	10	14	22	20	-13	-6
Services publics non compris ailleurs	51	55	18	20	33	35
Revenus	2.154	1.888	1.953	1.674	201	214
Revenus du travail	133	138	74	79	60	58
Revenus de placements et d'investissements	2.021	1.750	1.879	1.595	142	155
Transferts courants	226	220	355	353	-129	-133
Transferts publics	96	78	194	181	-98	-103
Transferts des autres secteurs	130	143	161	172	-31	-29
Total des opérations courantes	8.037	8.027	7.589	7.555	448	473

Source : BNB.

¹ Les évolutions des diverses rubriques des opérations sur services, entre 1995 et 1996, doivent être examinées avec toute la prudence nécessaire. Les efforts fournis en vue d'enregistrer les transactions dans les rubriques appropriées ayant été accrus au cours de cette dernière année, des glissements se sont produits notamment entre les rubriques redevances et droits de licence, services personnels, culturels et récréatifs, autres services commerciaux et la sous-rubrique services entre entreprises liées, non compris ailleurs.

ment du compte courant se fera moins rapidement sentir. En outre, ce surplus plus élevé implique que la formation d'avoirs nets sur l'étranger est proportionnellement plus importante que dans les autres pays. De ce fait, l'incidence favorable de l'accroissement des revenus de capitaux se marque davantage sur le compte courant de l'UEBL. Cet excédent plus élevé signifie aussi que, plus que dans les autres pays, l'épargne globale de l'UEBL excède les investissements. On ne peut toutefois pas affirmer sans réserve que c'est là le signe d'une économie plus performante. Le surplus ne dépend en effet pas

uniquement des résultats des entreprises de l'UEBL sur les marchés internationaux, mais aussi de l'évolution des revenus et du comportement des résidents de l'UEBL en matière de dépenses. C'est pourquoi, pour une bonne compréhension, la position du compte courant doit être examinée par rapport à l'ensemble des comptes réels. Cette analyse est présentée plus loin dans cette étude.

Le solde courant de l'UEBL est la résultante des opérations courantes de la Belgique et du Luxembourg. A cet égard, les contributions res-

pectives des deux pays peuvent être présentées de deux manières. Les transactions de l'UEBL avec les pays tiers peuvent être ventilées entre la Belgique et le Luxembourg, selon que l'opération a été effectuée par un résident belge ou luxembourgeois. Cette méthode présente toutefois un certain nombre d'inconvénients. En effet, elle ne donne pas une vue complète des opérations courantes de chacun des deux pays avec l'étranger, car les transactions intra-UEBL ne sont pas prises en compte. En outre, elle crée d'importantes distorsions, les importations de biens destinés au Luxembourg se faisant souvent par

le biais d'un intermédiaire belge. Une ventilation telle que celle qui vient d'être décrite gonflerait donc anormalement les importations de la Belgique et réduirait donc injustement le solde de la Belgique. Il est dès lors plus approprié, du point de vue économique, d'examiner pour les deux pays, l'ensemble des opérations courantes avec l'étranger, y compris les transactions bilatérales. La somme des deux soldes est toujours égale au solde de l'UEBL, étant donné que le solde de la Belgique avec le Luxembourg est égal à celui du Luxembourg avec la Belgique, mais est de signe opposé, et que ces soldes

TABLEAU 2 — COMPTE COURANT DE LA BELGIQUE¹

(milliards de francs)

	Crédit		Débit		Solde	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Biens et services	5.348	5.614	4.999	5.238	349	376
<i>Biens</i>	4.447	4.677	4.100	4.309	347	368
Marchandises générales	4.316	4.527	4.059	4.253	257	274
Travail à façon	99	111	19	23	80	88
Réparations de biens	7	8	7	10	...	-2
Achats de biens dans les ports	19	28	12	22	8	6
Or non monétaire	6	3	4	2	2	1
<i>Services</i>	901	937	899	929	2	8
Transports	282	280	219	220	64	60
Déplacements à l'étranger	152	166	254	276	-103	-110
Services de communication	11	15	8	11	3	4
Services de construction	18	21	19	19	-1	2
Services d'assurance	16	16	24	19	-7	-3
Services financiers	48	49	47	50	...	-1
Services d'informatique et d'information ...	19	22	14	20	5	2
Redevances et droits de licence	17	20	33	36	-17	-16
Autres services commerciaux	281	288	251	251	30	37
dont :						
<i>Négoce international</i>	2	3	4	...	-2	3
<i>Services entre entreprises liées, non compris ailleurs</i>	176	184	129	130	47	54
Services personnels, culturels et récréatifs ..	8	8	11	9	-4	-1
Services publics non compris ailleurs	49	53	18	20	31	34
Revenus	1.115	977	994	843	121	134
Revenus du travail	135	138	32	32	103	105
Revenus de placements et d'investissements	980	840	962	811	18	29
Transferts courants	196	188	316	310	-119	-123
Transferts publics	82	63	177	161	-95	-99
Transferts des autres secteurs	115	125	139	149	-25	-24
Total des opérations courantes	6.660	6.779	6.308	6.392	351	387

Source : BNB.

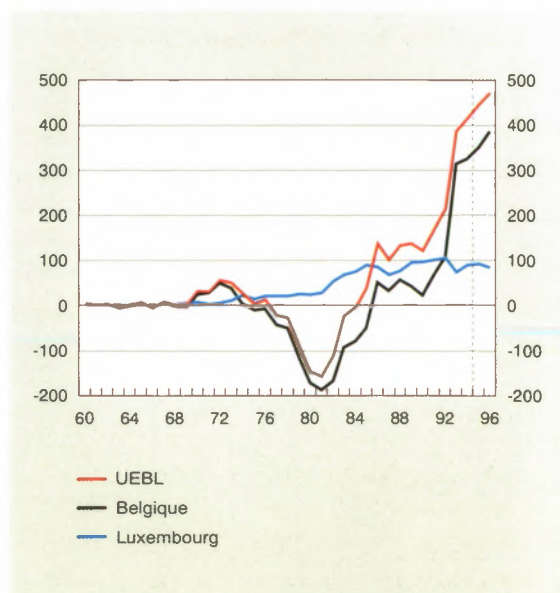
¹ Les évolutions des diverses rubriques des opérations sur services, entre 1995 et 1996, doivent être examinées avec toute la prudence nécessaire. Les efforts fournis en vue d'enregistrer les transactions dans les rubriques appropriées ayant été accrus au cours de cette dernière année, des glissements se sont produits notamment entre les rubriques redevances et droits de licence, services personnels, culturels et récréatifs, autres services commerciaux et la sous-rubrique services entre entreprises liées, non compris ailleurs.

s'annulent, lorsqu'on les additionne. Avec cette méthode, la somme des flux bruts des deux pays ne donne toutefois plus le total de l'UEBL, étant donné qu'elle comprend également les transactions intra-UEBL.

Depuis que le système de collecte des données utilisé pour établir la balance des paiements enregistre les transactions entre la Belgique et le Luxembourg, soit depuis 1995, il est possible de montrer avec certitude que la majeure partie du surplus de l'UEBL provient des opérations courantes de la Belgique. En 1996, l'excédent courant de la Belgique a atteint 387 milliards de francs, soit 82 p.c. du solde de l'UEBL ; en 1995, ce surplus s'élevait à 351 milliards de francs, soit 78 p.c. du solde. La contribution luxembourgeoise au surplus courant de l'UEBL a donc légèrement régressé en 1996 par rapport à l'année précédente. En revanche, le surplus du Luxembourg atteint toujours une valeur exceptionnellement élevée en termes relatifs, soit 15,7 p.c. Le chiffre correspondant pour la Belgique est de 4,7 p.c., ce qui place celle-ci également dans le peloton de tête des pays industrialisés.

GRAPHIQUE 2 — SOLDE COURANT DE L'UEBL ET SOLDES APPROXIMATIFS POUR LA BELGIQUE ET LE LUXEMBOURG¹

(milliards de francs)



Sources : STATEC, BNB.

¹ Jusqu'en 1994, le solde courant du Luxembourg était évalué par le Statec sur la base d'indicateurs spécifiques, dans le cadre de l'établissement des comptes nationaux. Le solde courant de la Belgique était calculé par différence. Depuis 1995, des comptes courants séparés sont disponibles.

Les comparaisons avec la période antérieure à 1995 sont difficiles à établir, la déclaration séparée pour les deux pays n'ayant été introduite qu'à partir de cette année-là. Toutefois, par le passé, des tentatives ont été effectuées, ne serait-ce qu'à titre exploratoire, en vue de distinguer la part respective des deux pays dans les opérations courantes de l'UEBL. Ainsi, le solde courant de l'UEBL peut être approximativement ventilé pour la période 1960-1994. Le passage de l'ancien système au nouveau ne semble pas avoir suscité de trop grandes distorsions, la part relative des deux pays ne s'étant pas fondamentalement modifiée entre 1994 et 1995.

Il ressort que c'est essentiellement le solde courant de la Belgique qui a occasionné le surplus de l'UEBL au début des années septante et, par la suite, son déficit, à la fin des années septante et au début des années quatre-vingt. Tandis que la situation de l'économie belge pouvait être qualifiée de relativement équilibrée au cours de la première sous-période, le compte courant s'est révélé, dans un deuxième temps, très sensible aux conséquences des chocs pétroliers successifs et à la réaction inadaptée de l'économie à ces chocs. La situation du compte courant de la Belgique ne s'est retournée qu'après que les pouvoirs publics eurent pris une série de mesures visant au rétablissement de la compétitivité des entreprises. Depuis 1986, la Belgique enregistre de nouveau un excédent courant, qui a fait un bond considérable en 1993 et a continué à croître depuis lors.

Le tableau est légèrement différent pour le Luxembourg. Depuis la fin des années soixante, le compte courant s'est constamment soldé par un excédent. Après une forte augmentation, au début des années quatre-vingt, l'excédent courant du Luxembourg s'est situé presque constamment aux alentours de 100 milliards de francs dans les années nonante. Le surplus luxembourgeois a moins souffert des chocs pétroliers, en raison de l'importance des recettes nettes d'intermédiation sur les marchés financiers internationaux. Le succès de cette activité dépend moins de l'évolution des coûts de la main-d'œuvre et des produits énergétiques que d'avantages comparatifs sur les plans fiscal et juridique.

Le solde du compte courant de l'UEBL, et plus particulièrement de la Belgique, est non

seulement parmi les plus élevés de l'Union européenne, mais, en proportion du PIB, il a aussi enregistré une nette tendance à la hausse pendant toute la période 1980-1996, ce qui contraste avec la tendance à la stationnarité observée dans les autres pays. En Allemagne, le surplus courant a fortement augmenté jusqu'en 1986, mais il a stagné par la suite et a nettement reculé à partir de 1991, en liaison avec la réunification. Aux Pays-Bas, le solde courant a progressé jusqu'à atteindre près de 5 p.c. du PIB en 1984, niveau qui n'a plus été atteint depuis lors. En France, ainsi que pour la moyenne de l'Union européenne, on ne relève qu'une progression très limitée au cours de la période sous revue. On tentera d'expliquer cette différence d'évolution dans la suite du présent article.

2. EPARGNE ET INVESTISSEMENTS EN TANT QUE FACTEURS D'EXPLICATION DU SOLDE DES OPERATIONS COURANTES

L'approche traditionnelle utilisée dans l'analyse du solde du compte courant est l'approche dite « des élasticités » dans laquelle le solde du compte courant est considéré comme étant la différence entre les exportations et les importations, lesquelles, à leur tour, sont déterminées par les évolutions de la demande relative et des prix relatifs. Ces derniers sont, pour leur part, influencés par l'évolution des cours de change. Plus récemment, la théorie économique a aussi prêté beaucoup d'attention à l'analyse du solde courant dans la perspective de l'épargne et de l'investissement des secteurs intérieurs, appelée aussi approche de l'« absorption ». Le solde courant est, en effet, égal à l'excédent d'épargne de l'économie, ce qui peut être démontré aisément par les équations suivantes issues de la comptabilité nationale.

Le PIB est égal à la somme des dépenses finales (consommation C , investissements I et exportations X) moins les importations M :

$$\text{PIB} = C + I + X - M$$

Le PNB est égal au PIB augmenté des revenus nets de facteurs NFI, c'est-à-dire les re-

venus du travail et les revenus de placements et d'investissements.

$$\text{PNB} = C + I + X - M + \text{NFI}$$

Le revenu national disponible Y_D est égal au PNB augmenté des transferts nets en provenance de l'étranger NT.

$$Y_D = C + I + X - M + \text{NFI} + \text{NT}$$

L'expression $X - M + \text{NFI} + \text{NT}$ est égale au solde du compte courant CAB, de sorte que l'on peut écrire

$$\text{CAB} = Y_D - C - I$$

Puisque $Y_D - C$ est égal à l'épargne S , l'on obtient

$$\text{CAB} = S - I$$

Au niveau macroéconomique, on peut décomposer cette relation comme étant égale à la somme des excédents d'épargne de chacun des secteurs intérieurs, à savoir des pouvoirs publics et du secteur privé :

$$\text{CAB} = (S_G - I_G) + (S_P - I_P)$$

Ces identités ex post montrent qu'il existe un lien entre l'épargne et les investissements des secteurs intérieurs, d'une part, et le solde du compte courant, d'autre part, mais ne donnent pas d'indication sur la dynamique des taux d'épargne et d'investissement, ni sur l'orientation des rapports de cause à effet. Ainsi, par exemple, le solde du compte courant peut augmenter, parce que les particuliers décident, de manière autonome, d'épargner davantage. Mais une amélioration autonome du compte courant due, par exemple, à une détérioration de la compétitivité des partenaires commerciaux, peut également entraîner une augmentation du revenu et de l'épargne des secteurs intérieurs. Les deux approches de la balance des paiements sont donc complémentaires.

L'accroissement des déséquilibres des comptes courants dans les pays industrialisés au cours des années quatre-vingt, parallèlement au démantèlement du contrôle des changes et à l'intégration plus poussée des marchés financiers, a renouvelé l'attention portée à l'approche dite de

l'« absorption ». Des chercheurs ont essayé d'établir un lien entre les deux évolutions. L'hypothèse était que, dans un contexte de marchés financiers intégrés, l'équilibre du compte courant perd de l'importance en tant qu'objectif de la politique économique, étant donné que d'éventuels déficits découlant du comportement structurel d'épargne et d'investissement des secteurs intérieurs peuvent être financés facilement par l'étranger. La contrainte de liquidité imposée par la balance des paiements deviendrait donc moins forte et le volume de ressources qui pourraient être empruntées à l'étranger ne serait plus limité que par des considérations de solvabilité. Dans ce raisonnement, il ne serait plus important, pour les responsables de la politique économique, de savoir si les taux d'épargne et d'investissement sont normaux ou optimaux, étant donné que la position du compte courant n'est rien d'autre que la résultante des facteurs qui sont à l'origine des décisions des agents économiques.

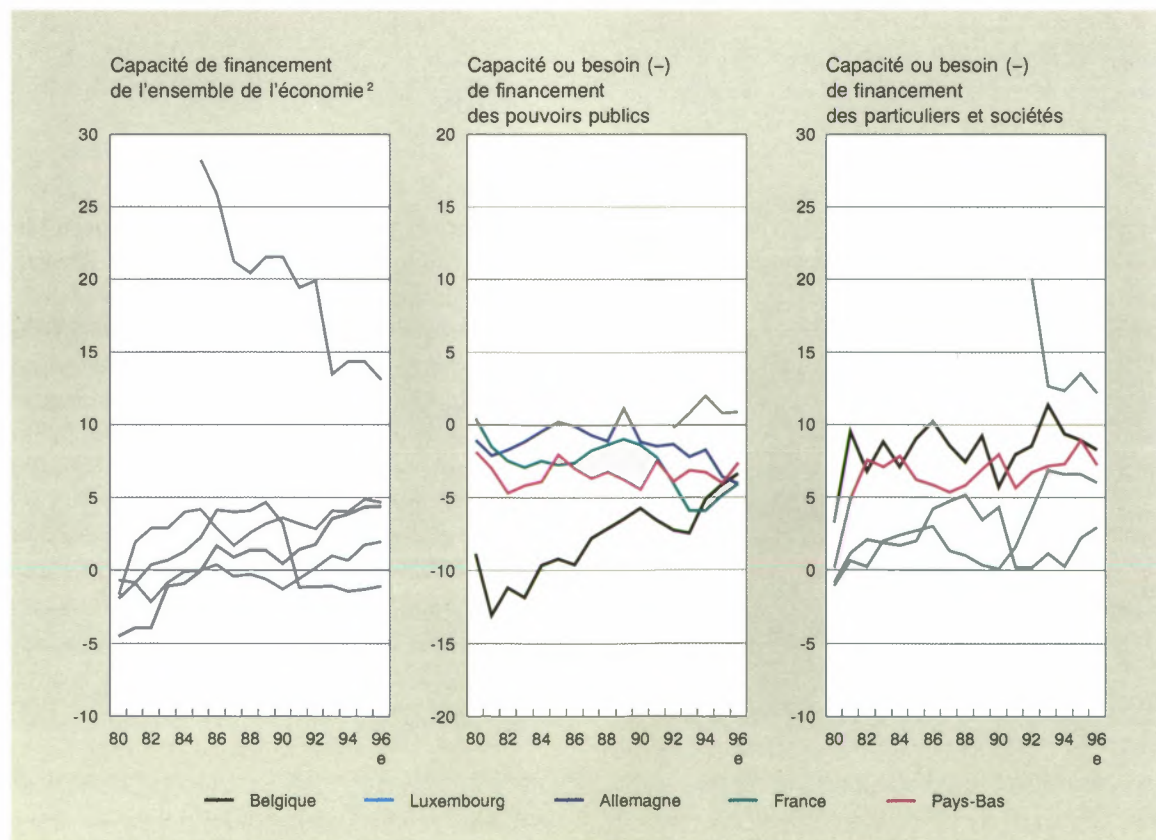
Diverses études empiriques ont toutefois abouti à la constatation que, dans la plupart des pays industrialisés, l'épargne et les investissements, sur le plan national, sont liés et donc que le solde du compte courant de la balance des paiements est stationnaire, c'est-à-dire qu'il revient à son niveau antérieur après un choc¹. Plusieurs explications ont été avancées :

- l'intégration des marchés financiers ne serait pas aussi poussée que ce que semblent montrer certains indicateurs. Par conséquent, le capital ne serait pas totalement mobile, du fait de l'existence de risques, notamment de change ;

¹ Voir notamment : Artis, M. et Bayoumi, T., *Saving, Investment, Financial Integration, and the Balance of Payments*, IMF Staff Studies, sept. 1990 ; Argimon, I. et Roldan, J.M., *Saving, investment and international capital mobility in EC countries*, European Economic Review, jan. 1994.

GRAPHIQUE 3 — COMPARAISON INTERNATIONALE DE L'ÉPARGNE ET DES INVESTISSEMENTS¹

(pourcentages du PNB)



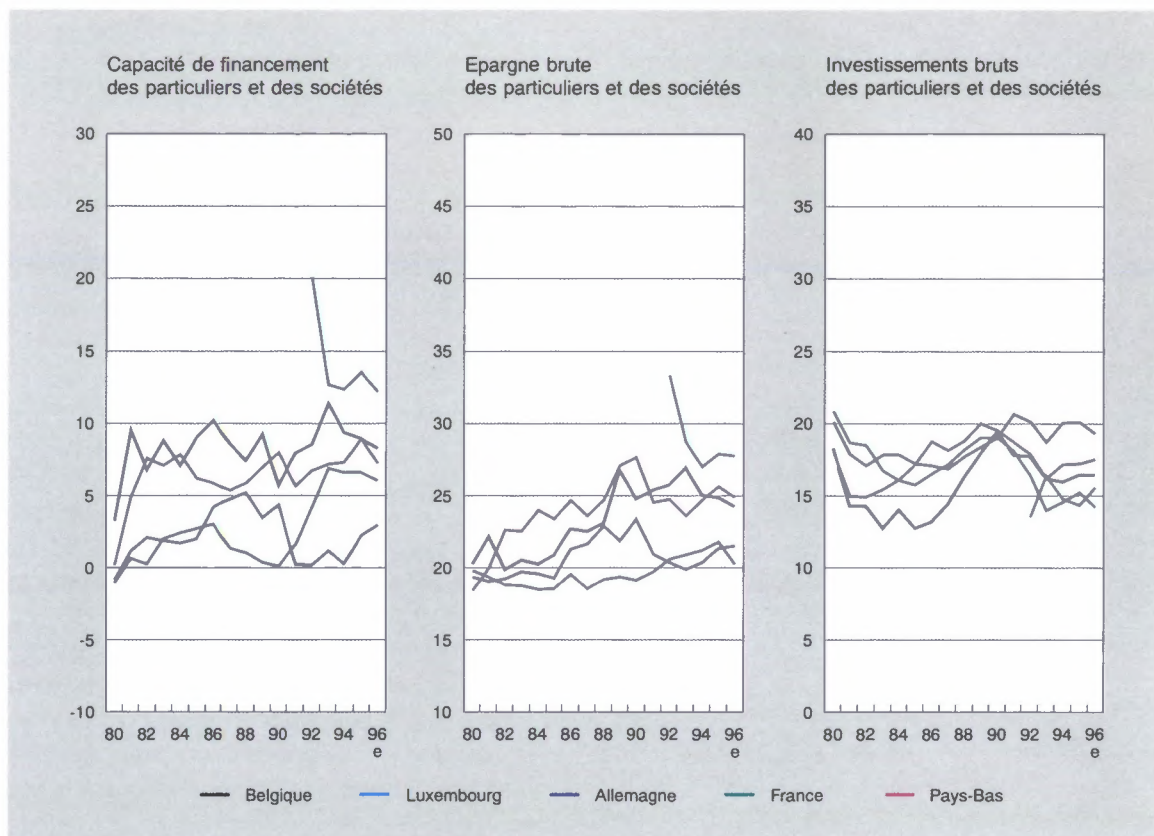
Sources : CE, STATEC, BNB.

¹ Des données cohérentes pour l'ensemble de l'économie luxembourgeoise ne sont disponibles que depuis 1985, et depuis 1992 pour les deux secteurs.

² La capacité de financement de l'ensemble de l'économie correspond, aux écarts statistiques près, au solde courant de la balance des paiements, selon la définition retenue en Belgique jusqu'au 1^{er} janvier 1995, et au solde courant augmenté de celui des opérations en capital selon la définition utilisée depuis le 1^{er} janvier 1995.

GRAPHIQUE 3bis — COMPARAISON INTERNATIONALE DE L'ÉPARGNE ET DES INVESTISSEMENTS¹

(pourcentages du PNB)



Sources : CE, STATEC, BNB.

¹ Des données cohérentes pour le Luxembourg ne sont disponibles que depuis 1992.

- l'épargne et l'investissement du secteur privé seraient liés parce qu'ils sont influencés par un même ensemble de facteurs déterminants ;
- la politique économique et monétaire se serait fixé un objectif d'équilibre du compte courant. Des mesures seraient prises pour corriger d'éventuels dérapages dans l'excédent d'épargne du secteur privé.

2.1 Epargne, investissements et compte courant en Belgique

Comme il a été signalé plus haut, la situation de la Belgique diverge de celle des autres pays de l'UE par la tendance structurelle à l'amélioration du solde courant. Il faut chercher une explication dans l'évolution des taux d'épargne et d'investissement des secteurs intérieurs, tels qu'ils sont enregistrés dans les comptes na-

tionaux. Pour des raisons de cohérence, le solde du compte courant a été remplacé, au graphique 3, par le concept correspondant de la comptabilité nationale, à savoir la capacité ou le besoin de financement de l'économie^{1,2}.

La tendance à la hausse de la capacité de financement de la Belgique reflète fidèlement la diminution du solde net à financer des pouvoirs publics. La capacité nette de financement du secteur privé oscille, en effet, sans qu'une ten-

¹ En ce qui concerne la Belgique, ceci était vrai jusqu'en 1994. A partir de 1995, en application de la 5^e édition du manuel de la balance des paiements du FMI, les transferts en capital ont été séparés des transferts courants et comptabilisés dans le compte de capital. Depuis lors, la capacité nette de financement de l'économie est égale au solde du compte courant augmenté de celui des opérations en capital.

² Cette identité est valable en théorie. En pratique, il existe toutefois des écarts statistiques, les méthodologies des comptes nationaux et de la balance des paiements n'étant pas encore harmonisées.

dance claire se dégage. La stabilité de long terme de la capacité de financement de l'ensemble des particuliers et des sociétés indique une corrélation élevée entre leur épargne et leurs investissements. Cette corrélation n'est pas surprenante étant donné que, pour les sociétés, c'est généralement en période de rentabilité relativement forte que s'observe une reprise des investissements et vice versa, tandis que les particuliers ont également tendance à épargner davantage lorsqu'ils investissent dans un logement.

La liaison presque parfaite entre l'évolution du solde courant et celle du déficit public en Belgique contraste avec ce que l'on observe dans la plupart des autres pays industrialisés, à savoir qu'une réduction du déficit public y est compensée à concurrence de 50 à 60 p.c. par une diminution de l'épargne du secteur privé, de sorte que le compte des pouvoirs publics n'influence le solde du compte courant qu'à hauteur des 40 à 50 p.c. restants¹.

La littérature fournit également des éléments d'explication à l'absence d'une telle compensation entre l'évolution de la capacité de financement du secteur privé et celle du besoin net de financement des pouvoirs publics en Belgique, au cours de la période 1980-1996. Il s'agit de facteurs qui indiquent pourquoi les agents économiques du secteur privé ne perçoivent dans la réduction du déficit public aucun motif pour réévaluer leurs flux de revenus disponibles anticipés et adapter leur consommation actuelle. Ainsi, la dette publique relativement plus élevée et les attentes d'une pression plus forte des charges de pensions sur le budget de l'Etat, au cours des prochaines années, auraient pu empêcher les agents économiques d'anticiper une baisse des impôts. En outre, le fait que l'accroissement des paiements d'intérêts par les pouvoirs publics échoient principalement à des agents économiques ayant un taux d'épargne plus élevé que la moyenne aurait entraîné un taux d'épargne global du secteur privé plus important. Quelle qu'en soit la raison, si cette corrélation entre l'évolution du solde courant et celle du besoin de financement des pouvoirs publics reste confirmée dans un proche avenir, le surplus courant de la Belgique devrait encore progresser, étant donné la poursuite de l'amélioration des finances publiques prévue pour la période 1998-2000 dans le nouveau plan de convergence de la Belgique, qui a été élaboré

conformément aux recommandations du Conseil de l'Union européenne.

Les graphiques sur les taux d'épargne et d'investissement sont également instructifs car ils permettent de déterminer si le surplus du compte courant n'est pas plutôt le signe d'une évolution non optimale de l'économie. Un surplus élevé peut, en effet, résulter de dépenses insuffisantes, soit de la part des particuliers, ceux-ci épargnant davantage par manque de confiance dans l'avenir, soit de la part des sociétés, qui, éventuellement pour le même motif, n'investissent pas suffisamment. Si tel est le cas, les capacités de l'économie restent sous-utilisées et la formation du potentiel de production future est également compromise.

Pour vérifier de telles hypothèses, deux points de référence ont été retenus. Ainsi, la situation belge a été comparée à celle de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas. En outre, le niveau des taux d'épargne et d'investissement, en 1996, a été comparé à celui atteint en moyenne au cours de la période 1980-1995, période suffisamment longue pour donner une indication du niveau structurel de ces taux.

Avec un taux de 8,3 p.c. du PNB, la capacité de financement de l'ensemble du secteur privé s'est située, en 1996, au niveau moyen de la période 1980-1995, qui a été de 8,2 p.c. Par rapport aux trois pays voisins, la capacité de financement du secteur privé est structurellement nettement plus élevée en Belgique. L'écart s'est certes réduit légèrement en 1996, la capacité de financement de la moyenne des partenaires ayant été plus élevée en 1996 que la moyenne à long terme, ce qui n'a pas été le cas en Belgique.

Un examen plus approfondi montre que cette capacité de financement supérieure à celles des pays voisins provient d'un taux d'épargne plus élevé et d'un taux d'investissement plus bas. Cette constatation vaut autant pour 1996 que pour la moyenne de la période 1980-1995. La forte propension à l'épargne du secteur privé

¹ Masson, P., Bayoumi, T. et Samiei, H., *Saving Behavior in Industrial and Developing Countries*, IMF Staff Studies for the World Economic Outlook, sept. 1995.

peut être considérée comme une donnée structurelle de l'économie belge. Elle a encore progressé en 1996 mais une progression similaire a eu lieu dans les pays voisins, et ce phénomène ne peut donc être considéré comme typiquement belge. Le taux d'investissement du secteur privé, quant à lui, a certes augmenté en 1996 par rapport à la période 1980-1995, alors que le mouvement inverse a été observé chez les partenaires. Le graphique 3bis montre que ces dernières années, les investissements sont nettement plus élevés en Allemagne et aux Pays-Bas. Le surplus du compte courant en Belgique est donc quelque peu gonflé par la propension plus faible de l'ensemble du secteur privé à investir.

TABLEAU 3 — TAUX D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT 1980-1996

(pourcentages du PNB)

	Taux d'épargne	Taux d'investissement	Capacité ou besoin net de financement ¹
MOYENNE DES TROIS PAYS VOISINS²			
Pouvoirs publics :			
– moyenne 1980-1995	0,6	2,8	-2,4
– 1996	-0,6	2,5	-3,6
Secteur privé :			
– moyenne 1980-1995	21,4	17,7	3,6
– 1996	22,2	17,0	5,4
BELGIQUE			
Pouvoirs publics :			
– moyenne 1980-1995	-5,2	2,1	-8,2
– 1996	-1,5	1,3	-3,4
Secteur privé :			
– moyenne 1980-1995	23,3	15,8	8,2
– 1996	24,3	16,5	8,3
dont :			
particuliers :			
– moyenne 1980-1995	13,1	5,6	7,5
– 1996	12,3	6,3	5,9
sociétés :			
– moyenne 1980-1995	10,1	10,2	0,7
– 1996	11,9	10,1	2,4

Sources : CE, BNB.

¹ La capacité de financement ou le besoin net de financement est égal au taux d'épargne moins le taux d'investissement, aux transferts de capitaux limités près.

² Moyenne arithmétique non pondérée.

Le tableau 3 permet en outre de distinguer, pour la Belgique seule, les particuliers des sociétés. Il montre que le taux d'épargne des par-

ticuliers en 1996, à savoir 12,3 p.c., ne se situe pas à un niveau particulièrement élevé par rapport au passé. Il est même inférieur à la moyenne de la période 1980-1995 et rejoint celle de la période 1980-1990, pour le calcul de laquelle les taux d'épargne exceptionnellement élevés du début des années nonante ne sont pas pris en considération. Etant donné que le taux d'investissement des particuliers a été supérieur à la moyenne de la période 1980-1995, il faut écarter l'hypothèse selon laquelle le surplus courant élevé de la Belgique résulterait d'un comportement hésitant des particuliers en matière de dépenses. Au total, la capacité nette de financement des particuliers en 1996 a été inférieure de 1,6 point de pourcentage à la moyenne de la période 1980-1995. Cette baisse a été compensée par une hausse d'importance quasi égale de la capacité de financement des sociétés. L'augmentation du taux d'épargne des sociétés, qui est un signe d'amélioration de la rentabilité de l'ensemble du secteur, n'est donc pas allée de pair avec une progression de leur taux d'investissement.

2.2 Epargne, investissements et compte courant au Luxembourg

Comme le surplus courant luxembourgeois contribue au surplus global de l'UEBL et qu'il atteint une valeur particulièrement élevée en pourcentage du PNB, il a paru intéressant d'établir le lien avec les taux d'épargne et d'investissement pour le Luxembourg aussi. Par manque de données, l'analyse ne peut toutefois porter sur l'ensemble de la période.

Le surplus courant luxembourgeois est le résultat d'une capacité nette de financement des pouvoirs publics – qui contraste avec le besoin net de financement des pouvoirs publics dans les autres pays – mais surtout d'une très importante capacité nette de financement de l'ensemble des particuliers et des sociétés. Le graphique 3bis montre que ce dernier découle d'un taux d'investissement relativement bas par rapport aux autres pays, mais surtout d'un taux d'épargne plus élevé. Des données séparées ne sont pas disponibles pour le taux d'épargne des particuliers et celui des sociétés, mais on peut raisonnablement admettre que le niveau supérieur du taux d'épargne est, pour l'essentiel, dû aux sociétés.

Ce dernier élément doit être examiné en tenant compte de l'importance des entreprises étrangères dans l'économie luxembourgeoise. Les bénéfices réservés des sociétés – qui, par définition, constituent la composante essentielle de leur épargne – reviennent en fait en grande partie à des sociétés mères étrangères. Selon la méthodologie du FMI, la part étrangère des bénéfices réservés devrait, en principe, être enregistrée dans la balance des paiements en tant que dividende distribué de manière fictive, ce qui réduirait l'excédent courant, avec pour contrepartie une importation de capitaux dans les investissements directs¹. Cette méthode reflète mieux la réalité. Les sociétés mères étrangères tiennent en effet compte dans leurs décisions de dépenses, des bénéfices réalisés dans les filiales, tandis que dans le même temps la valeur de leur participation augmente. Conformément au SEC 95, la même méthode devrait être suivie dans les comptes nationaux, ce qui devrait diminuer en même temps le taux d'épargne et le PNB¹.

Si l'on fait abstraction des bénéfices réservés des banques dont les sociétés mères sont établies à l'étranger – donnée qui peut être dérivée des comptes nationaux du Luxembourg –, la capacité totale de financement de l'économie serait nettement moins élevée qu'à l'heure actuelle. Elle continuerait toutefois à osciller autour de 10 p.c. du PNB et se situerait au-dessus du niveau atteint dans la plupart des autres pays industrialisés. L'évolution de ces bénéfices réservés explique en outre la baisse tendancielle de la capacité de financement de l'économie luxembourgeoise. En effet, les banques luxembourgeoises distribuent de plus en plus leurs bénéfices aux sociétés mères étrangères.

3. SPECIFICITES DU COMPTE COURANT DE LA BELGIQUE ET DU LUXEMBOURG

Dans la partie précédente, le lien entre les surplus courants de la Belgique et du Luxembourg et le comportement des secteurs intérieurs a été établi. Dans cette partie, les spécialisations respectives des deux économies qui sont à l'origine de ces excédents sont examinées.

Les surplus courants de la Belgique et du Luxembourg ont des origines très différentes. En effet, l'excédent de la Belgique provient essentiellement des opérations sur marchandises, alors que celui du Luxembourg s'explique surtout par le solde des services et des revenus.

3.1 Luxembourg

La composition du compte courant du Luxembourg résulte de la structure de son économie. La sidérurgie, qui, pendant des décennies, a formé la colonne vertébrale sur laquelle s'est articulé l'ensemble de l'économie, a décliné rapidement lorsqu'elle a dû faire face à l'importante crise internationale de cette branche, tandis que parallèlement les activités de services étaient stimulées. En une vingtaine d'années, le Luxembourg est ainsi passé d'une économie industrielle à une économie de services.

La sidérurgie luxembourgeoise, qui en 1970 représentait encore près de 28 p.c. de la valeur ajoutée totale, a été frappée au milieu des années septante par de graves crises internationales. La crise pétrolière de 1973-1974 et la crise mondiale de la sidérurgie à partir de 1975 ont causé d'importantes difficultés à une économie qui reposait aussi largement sur un seul secteur. Alors qu'en Belgique, des mesures étaient adoptées pour éviter des faillites, une restructuration a été menée au Luxembourg, notamment grâce au soutien financier direct des pouvoirs publics. Dans un premier temps, cette politique de diversification a visé d'autres activités industrielles, puis s'est de plus en plus orientée vers la prestation de services. La part de la sidérurgie dans la valeur ajoutée est tombée à 6 p.c. en 1990, alors que le secteur des services contribuait déjà cette année-là pour plus de 55 p.c. au PIB, soit une augmentation de plus de 20 points de pourcentage par rapport à la situation prévalant au début des années septante.

Le développement des activités de services s'est d'abord manifesté dans le secteur financier. L'afflux de banques étrangères avait déjà commencé à la fin des années soixante, quand des intermédiaires financiers américains, puis euro-

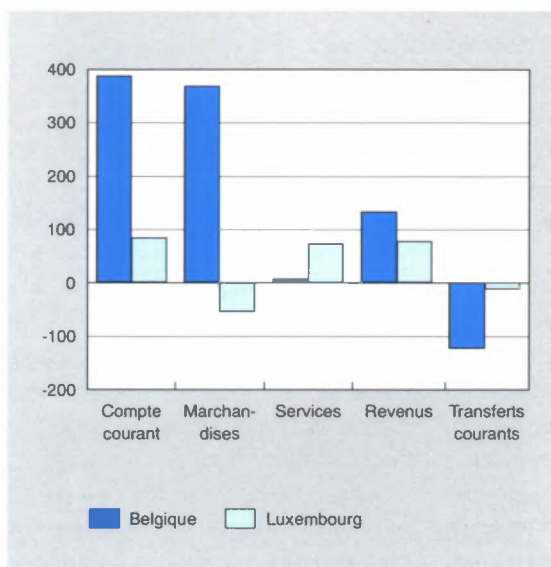
¹ La Banque n'applique pas encore ces règles, ni dans la balance des paiements, ni dans les comptes nationaux.

péens, s'étaient mis à la recherche d'un lieu d'établissement approprié à l'étranger, en réponse à diverses mesures restrictives au niveau national. Ces intermédiaires ont été nombreux à s'établir au Luxembourg, en raison de sa situation géographique, mais plus encore en raison de conditions juridiques et fiscales favorables. La liberté absolue de circulation des capitaux a facilité ce développement. Les circonstances étaient également propices à la création d'un marché euro-obligataire florissant, marché renforcé par la suite, lorsque le statut des sociétés holdings, créé en 1929 déjà, a été étendu pour permettre aux holdings financiers de prendre aussi en charge la gestion financière de groupes multinationaux, et notamment l'émission d'obligations. Ces titres étaient cotés à la bourse de Luxembourg, qui s'est dès lors spécialisée dans l'émission et la cotation d'obligations étrangères. Le fait qu'au Luxembourg, aucun précompte mobilier sur les intérêts versés n'est prélevé pour les non-résidents, a aussi joué un rôle. Les autorités luxembourgeoises se sont par ailleurs efforcées de déceler rapidement les évolutions et les nouveaux besoins qui en découlent, et d'y adapter le cadre légal. Ainsi, en 1983, une première loi fut votée par laquelle fut créé un statut favorable pour les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM). Ces OPCVM ont à leur tour provoqué un afflux massif d'épargne vers le Luxembourg, entraînant un essor correspondant du secteur financier. La dynamique propre du secteur bancaire a par la suite stimulé des services financiers apparentés, comme les assurances. Le Luxembourg est ainsi devenu un important centre financier international.

Les évolutions décrites ci-dessus se reflètent dans le compte courant du Luxembourg. En 1996, les échanges de services se sont en effet soldés par un excédent important de 74 milliards de francs, soit 13,5 p.c. du PIB, le Luxembourg se situant ainsi largement en tête des pays industrialisés occidentaux dans ce domaine. Cet excédent de la balance des services a permis de compenser la diminution des exportations de marchandises, conséquence inévitable du déclin de l'industrie. Le compte de marchandises luxembourgeois s'est en effet soldé par un déficit atteignant 10,2 p.c. du PIB, ce qui place le Luxembourg en avant-dernière position des pays de l'Union européenne, devant la Grèce.

GRAPHIQUE 4 — COMPOSITION DE L'EXCEDENT DU COMPTE COURANT DE LA BELGIQUE ET DU LUXEMBOURG EN 1996

(soldes, milliards de francs)



Source : BNB.

L'importance du Luxembourg comme centre financier international apparaît aussi dans la rubrique revenus, au même titre que dans la sous-rubrique services financiers qui reprend les commissions perçues par les banques dans le cadre de l'émission d'emprunts euro-obligataires et de la gestion des OPCVM, et qui, en 1996, a affiché un excédent de 48 milliards de francs. En effet, la marge d'intermédiation du secteur financier luxembourgeois est la composante principale de la sous-rubrique revenus de placements et d'investissements. En outre, l'augmentation du solde courant du Luxembourg est entretenue par l'effet mécanique de la progression des revenus d'intérêts résultant de la croissance des avoirs nets sur l'étranger, due elle-même à l'accumulation d'excédents courants récurrents. Par conséquent, les surplus des échanges de services et des revenus qui découlent de la structure de l'économie luxembourgeoise ne peuvent pas être considérés séparément.

Outre les services financiers, les rubriques d'autres services comme les déplacements à l'étranger, les communications ou les assurances enregistrent elles aussi un excédent important, dû essentiellement et logiquement à la poursuite du processus de tertiarisation de l'économie luxembourgeoise, évoquée plus haut, pendant

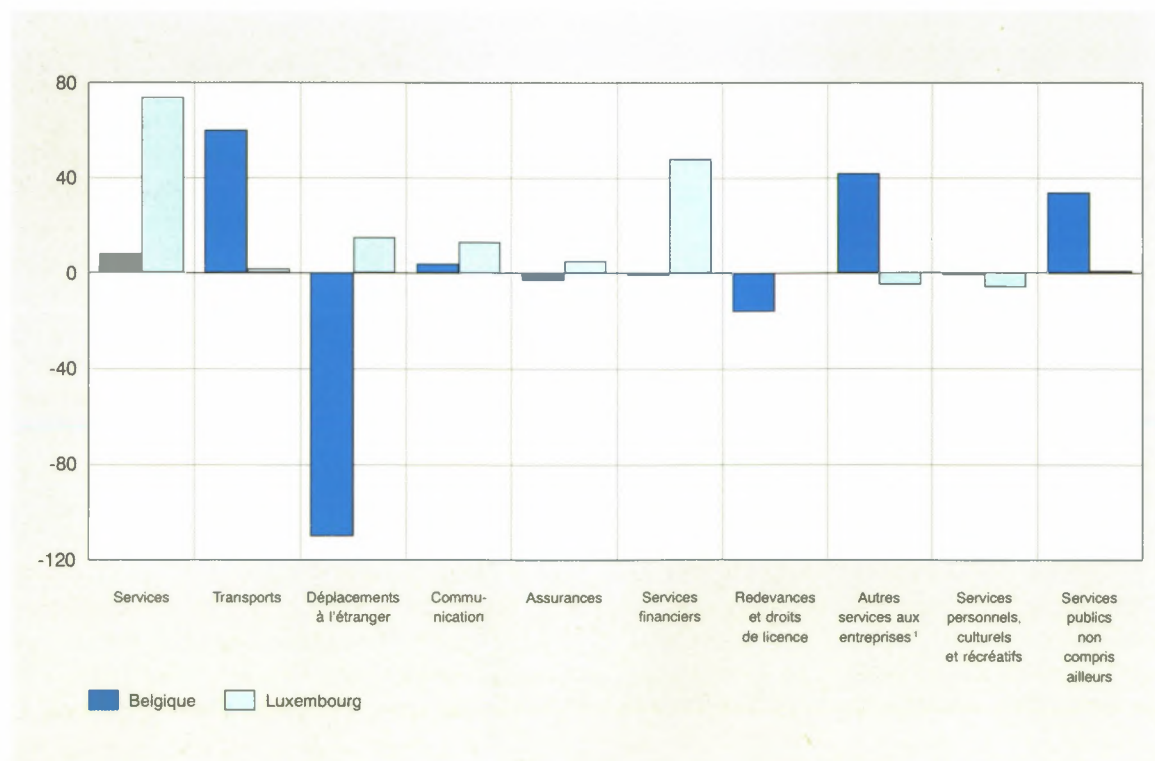
lequel, dans le sillage du secteur bancaire, d'autres activités financières – assurances – et non financières – mais à fort coefficient de capital – se sont développées. Un exemple typique est l'établissement au Luxembourg d'une société responsable de la commercialisation de satellites, établissement qui figure dans la rubrique communications. L'excédent des déplacements à l'étranger, qui s'est élevé à 15 milliards de francs en 1996, malgré la faible importance du Luxembourg comme destination touristique, est dû à la vente de marchandises comme l'alcool, le tabac, l'essence et le diesel, que les frontaliers et les voyageurs achètent en raison de la faible pression fiscale indirecte. La méthodologie de la balance des paiements du FMI prescrit que ces achats doivent être recensés dans la rubrique déplacements à l'étranger. Comme ces transactions portent pour la plupart sur des marchandises préalablement importées par le Luxembourg, et recensées comme dépenses dans les opérations sur marchandises, le solde positif des déplacements à l'étranger est en partie lié au solde négatif des opérations sur marchandises.

La tertiarisation de l'économie luxembourgeoise a également une incidence sur la rubrique revenus du travail. Etant donné l'exiguïté du marché du travail au Luxembourg, ce pays doit faire appel à de la main d'œuvre extérieure et verse par conséquent un important montant au titre des revenus du travail, à l'étranger. Les salaires des membres du personnel des institutions internationales établies au Luxembourg ne rétablissent pas l'équilibre. En effet, une partie non négligeable de ce personnel n'est pas domiciliée au Grand-Duché, si bien que les revenus du travail de ceux-ci ne peuvent pas être enregistrés comme recettes luxembourgeoises. A cause de ces deux facteurs, la sous-rubrique revenus du travail est déficitaire de près de 50 milliards de francs.

Une contrepartie du déficit enregistré dans la rubrique revenus du travail se retrouve toutefois, mais pour une faible part, au niveau des transferts publics courants, parmi lesquels sont recensés comme recettes les cotisations sociales

GRAPHIQUE 5 – COMPOSITION DE L'EXCEDENT DES ECHANGES DE SERVICES DE LA BELGIQUE ET DU LUXEMBOURG EN 1996

(soldes, milliards de francs)



Source : BNB.

¹ Les autres services aux entreprises comprennent les rubriques construction, services d'informatique et d'information, et les autres services commerciaux.

que les non-résidents travaillant au Luxembourg versent aux autorités luxembourgeoises. Ces recettes compensent presque entièrement la contribution du Luxembourg au budget de l'UE, si bien que les transferts publics affichent un solde nul, et que l'ensemble de la rubrique transfert est légèrement déficitaire.

Il apparaît ainsi clairement que le compte courant du Luxembourg doit être considéré dans sa totalité, à cause des interdépendances entre les différentes rubriques. Un examen superficiel pourrait entraîner des conclusions hâtives concernant la contribution du secteur financier luxembourgeois à l'excédent de l'UEBL en isolant la rubrique services financiers et la marge d'intérêts, et en les rapportant à l'ensemble du surplus de l'UEBL. Ces rubriques donneraient une image déformée de la réalité. En effet, ce secteur emploie des travailleurs frontaliers, de sorte qu'une partie de la valeur ajoutée dégagée par ce secteur est rétrocédée à l'étranger sous la forme de revenus du travail. Plus important encore est le fait que le Luxembourg, à cause de la spécialisation poussée de son économie, a besoin des recettes du secteur financier pour obtenir les devises nécessaires au financement des autres transactions avec l'étranger, comme l'importation de marchandises. Enfin, il convient sans doute de souligner que la contribution du Luxembourg à la fermeté du franc est inférieure à ce que le surplus du compte courant laisserait supposer, parce qu'une partie des bénéfices réservés des banques mentionnés ci-dessus sont investis en monnaies étrangères.

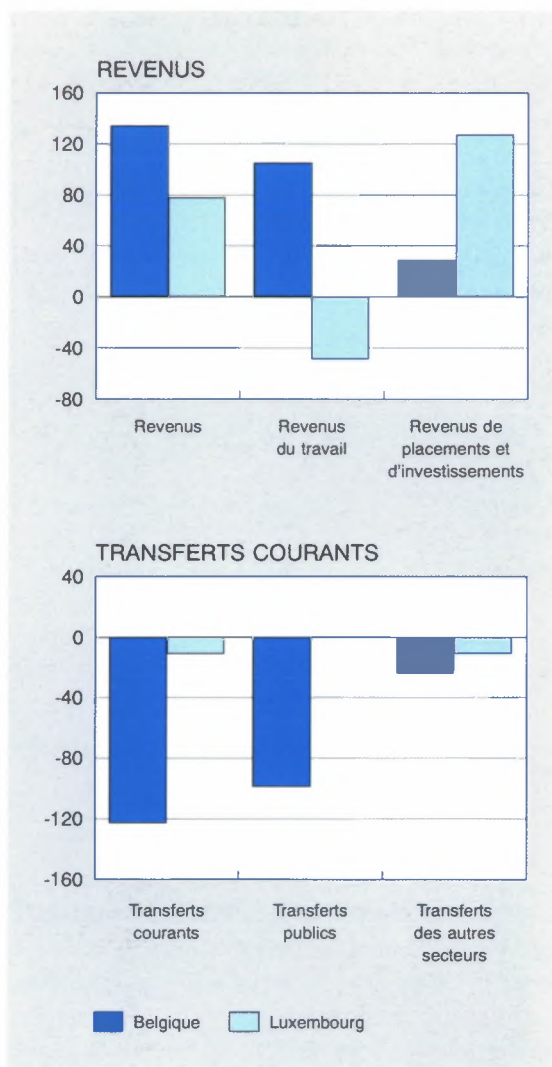
3.2 Belgique

Le compte courant de la Belgique reflète davantage l'image d'un pays industriel traditionnel. L'excédent courant provient surtout des opérations sur marchandises. Le surplus des opérations sur marchandises représente 4,5 p.c. du PIB, et constitue ainsi un des excédents les plus importants des pays industrialisés occidentaux.

Les échanges de services, par contre, sont pratiquement en équilibre. La balance des services est toutefois fortement influencée par le déficit de la rubrique déplacements à l'étranger, qui s'est élevé, en 1996, à 110 milliards de

GRAPHIQUE 6 — COMPOSITION DU SOLDE DU COMPTE DE REVENUS ET DES TRANSFERTS COURANTS DE LA BELGIQUE ET DU LUXEMBOURG EN 1996

(soldes, milliards de francs)



Source : BNB.

francs. Un tel déficit n'est pas inhabituel pour un pays comme la Belgique, dont les atouts touristiques sont limités. Dans des pays voisins comme les Pays-Bas et l'Allemagne, les déplacements à l'étranger présentent aussi un déficit important. Si cette rubrique, qui ne dépend pas autant des résultats économiques propres au pays concerné, n'est pas prise en considération, l'image change. Calculé de la sorte, le surplus de la balance des services en Belgique s'élève à 1,4 p.c. du PIB, ce qui, sur le plan international, apparaît comme un résultat assez positif : seul le Luxembourg, la Grèce, la Suisse et les Pays-Bas affichent un excédent supérieur en termes de PIB.

TABLEAU 4 — SOLDE COURANT, BALANCE COMMERCIALE ET BALANCE DES SERVICES EN 1996

(pourcentages du PIB)

	Solde courant	Balance commerciale	Balance des services ¹	
			Déplacements à l'étranger inclus	Déplacements à l'étranger exclus
Luxembourg	15,7	-10,2	13,5	10,7
Suisse	6,6	1,3	3,9	3,2
Belgique	4,7	4,5	0,1	1,4
Pays-Bas	4,4	5,0	0,5	1,8
Italie	3,5	5,0	0,2	-1,2
Finlande	3,3	7,8	-1,6	-1,1
Suède	3,0	7,6	-0,7	0,2
Irlande	1,9	22,3	-9,3	-9,6
France	1,3	1,2	1,2	0,4
Danemark	1,0	4,5	0,3	0,6
Espagne	0,1	-2,9	3,2	-0,6
Royaume-Uni	-0,1	-1,9	0,9	1,4
Portugal	-0,4	-8,3	1,6	-1,1
Allemagne	-0,7	3,1	-1,9	-0,5
Autriche	-1,7	-1,6	2,4	1,2
Grèce	-3,5	-12,7	4,6	2,1

Sources : OCDE, CE, BNB pour la Belgique et le Luxembourg.

¹ Les données relatives au solde des services ont trait à 1995, et à 1994 pour la Suisse.

Dans la plupart des cas, des facteurs propres qui expliquent les performances de ces pays dans le commerce international des services, peuvent être facilement identifiés : les facteurs qui ont joué un rôle dans le cas du Luxembourg ont été expliqués ci-dessus, la Suisse, de son côté, est aussi un centre financier de premier plan, alors que la balance des services des Pays-Bas reflète notamment la spécialisation de ce pays dans le transport et la distribution.

La Belgique a aussi des points forts liés à des facteurs structurels. Les surplus des échanges de services sont surtout concentrés dans le transport, dans les autres services commerciaux et dans les services publics qui ne sont pas mentionnés ailleurs. L'excédent de 60 milliards de francs de la rubrique transports en 1996 est partiellement lié à l'excédent des transactions sur marchandises. De plus, la Belgique tire des revenus nets de la présence de ports maritimes sur son territoire : le transport maritime de marchandises et les services auxiliaires représentent

près de 40 p.c. de l'excédent total des services de transport. Le surplus des autres services commerciaux est entièrement lié à la sous-rubrique services entre entreprises liées, non compris ailleurs. Le solde de cette sous-rubrique recense les revenus nets perçus par les filiales belges de groupes multinationaux pour des services prestés à l'intention de filiales étrangères appartenant au même groupe. Depuis la fin des années quatre-vingt, la part de ces filiales a fortement augmenté, à la faveur de la création du statut de centre de coordination. En 1995, les centres de coordination ont réalisé un chiffre d'affaires global de 65 milliards de francs¹, dont, sur la base des données de la balance des paiements, 32 milliards ont été réalisés avec l'étranger. Les prestations de services publics non compris ailleurs affichent eux aussi un solde positif important en 1996, à savoir 34 milliards de francs. La présence sur le territoire belge d'organisations internationales comme l'UE et l'OTAN entraîne le recours à des fournisseurs belges pour la prestation de services divers. Comme les institutions internationales ne font pas partie du territoire économique de la Belgique, ces services sont comptabilisés comme exportation de services.

Parmi les autres catégories de services, la rubrique redevances et droits de licence a enregistré un déficit de 16 milliards de francs en 1996. La forte présence de filiales d'entreprises étrangères en Belgique implique que les droits relatifs aux processus de production doivent souvent être payés à d'autres filiales à l'étranger. C'est notamment le cas pour les sociétés de l'industrie pharmaceutique.

Comme au Luxembourg, le solde des revenus pour la Belgique est largement positif. Cependant, ce surplus provient surtout de l'excédent important des revenus du travail, qui s'est élevé à 105 milliards de francs en 1996. En effet, le nombre de travailleurs frontaliers belges dépasse sensiblement celui des étrangers travaillant en Belgique. En outre, de nombreux résidents travaillent auprès des organisations internationales établies sur le territoire belge. Leurs salaires sont comptabilisés comme recettes pour la Belgique. Les revenus nets des placements et

¹ Selon la définition de la centrale des bilans, il s'agit de la rémunération pour les services prestés, à l'exclusion des recettes financières nettes.

investissements qui sont liés à la position nette positive de la Belgique sur l'étranger, sont pour leur part, pour le moment peu importants en volume.

Enfin, l'important déficit des transferts courants provient essentiellement des transferts publics, qui accusent un lourd déficit d'environ 100 milliards de francs en 1996, lié à la contribution de la Belgique à l'Union européenne, sur laquelle nous reviendrons ci-dessous.

4. EVOLUTIONS DU COMPTE COURANT DE L'UEBL EN 1996

L'accroissement précité de l'excédent du compte courant de l'UEBL, qui est passé de 448 milliards, en 1995, à 473 milliards en 1996, résulte d'une augmentation des surplus des échanges de marchandises, des échanges de services et du compte des revenus. La progression de ces surplus n'a été que très partiellement contrebalancée par l'élargissement structurel du déficit des transferts qui est dû à des versements plus importants de moyens en faveur de l'UE.

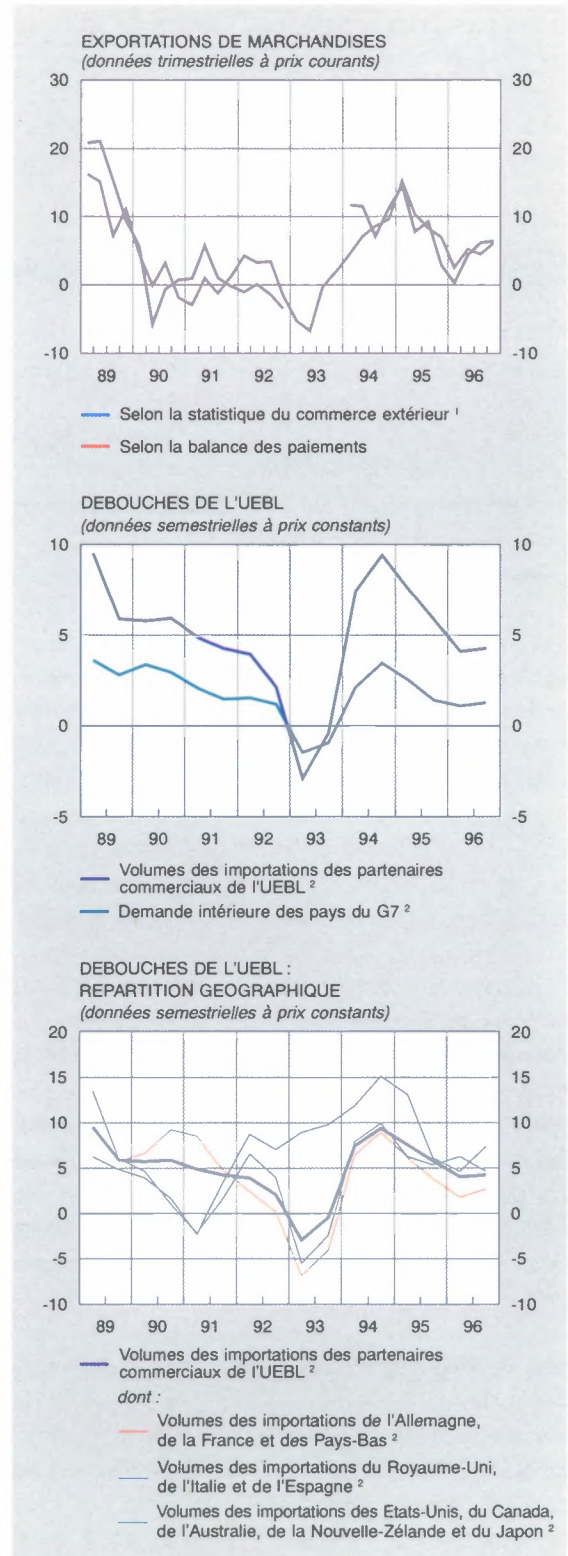
La progression de l'excédent courant de la Belgique, de 36 milliards, a excédé la croissance du surplus de l'UEBL. Cet écart entre l'évolution du surplus courant de l'UEBL et celui de la Belgique est entièrement imputable à l'évolution des opérations sur marchandises. L'excédent de la balance commerciale belge a en effet gonflé de quelque 20 milliards en 1996, tandis que l'évolution correspondante de l'UEBL n'a atteint que 9 milliards. Etant donné la spécialisation plus forte du commerce du Luxembourg dans les produits métalliques, il a davantage souffert de la faible conjoncture dans cette branche.

Biens

L'excédent enregistré dans la rubrique des marchandises générales et dans celle du travail à façon s'est amélioré dans le courant de 1996, tandis que le solde de composantes moins importantes s'est légèrement dégradé. Sur la base des statistiques actuellement disponibles, il est impossible d'effectuer une analyse approfondie

GRAPHIQUE 7 — EXPORTATIONS ET DEBOUCHES DE L'UEBL

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



Sources : OCDE, BNB.

¹ Etant donné la rupture dans les données statistiques du commerce extérieur entre 1992 et 1993, liée à l'introduction d'Intrastat en 1993, les taux de variation calculés sur la base de ces statistiques sont peu pertinents pour 1993.

² Moyenne pondérée de l'évolution pour les pays et zones géographiques en question, les coefficients de pondération correspondant à l'importance de chaque pays ou zone géographique dans le total des exportations de l'UEBL.

en distinguant la Belgique et le Luxembourg. L'information détaillée nécessaire pour scinder les flux commerciaux, que ce soit par pays ou produit, ou les évolutions de prix ou de volume, ne peut provenir que des statistiques du commerce extérieur qui sont seulement disponibles pour l'ensemble de l'UEBL. Ce sont donc uniquement les opérations sur marchandises de l'UEBL qui sont commentées ci-dessous.

Le rythme de progression des exportations en valeur de l'UEBL s'est quelque peu redressé à partir du deuxième trimestre de 1996, qu'il soit mesuré sur la base de la balance des paiements ou sur la base des statistiques du commerce extérieur, après le repli prononcé observé depuis le début de 1995. Sur base des données de la balance des paiements, les exportations en valeur ont ainsi progressé, sur une base annuelle, de 2,5 p.c. au cours du premier trimestre de 1996 à 6,2 p.c. au dernier trimestre. Compte tenu de la dégradation depuis 1993 de la qualité des données relatives au commerce extérieur, conséquence de l'introduction d'Intrastat cette année-là, il n'est pas possible à l'heure actuelle de scinder de manière satisfaisante l'évolution des exportations en valeur sur une base trimestrielle en une composante de prix et une de volume. On peut toutefois considérer que l'accélération de la croissance des exportations en valeur s'explique essentiellement par l'évolution des volumes, même s'il y a déjà des indications partielles selon lesquelles les prix à l'exportation auraient également quelque peu progressé au cours de l'année. Un tel parallélisme entre l'évolution en valeur et celle en volume des exportations de marchandises s'observe en effet pendant la plus grande partie de la période examinée dans le graphique 7, à l'exception de 1989, année durant laquelle les prix des échanges internationaux ont augmenté de 7,8 p.c. sur une base annuelle. A cette exception près, un lien étroit peut être établi, tant pour l'année 1996 que pour l'ensemble de la période considérée, entre l'évolution des exportations de marchandises en valeur et l'évolution des marchés à l'exportation de l'UEBL.

Sur l'ensemble de l'année 1996, la progression des exportations en valeur s'est ralentie, passant de 9,2 p.c. en 1995 à quelque 5 p.c. Etant donné que la progression des prix à l'exportation, comme on le verra ci-dessous, s'est quelque peu accélérée, ce ralentissement entre

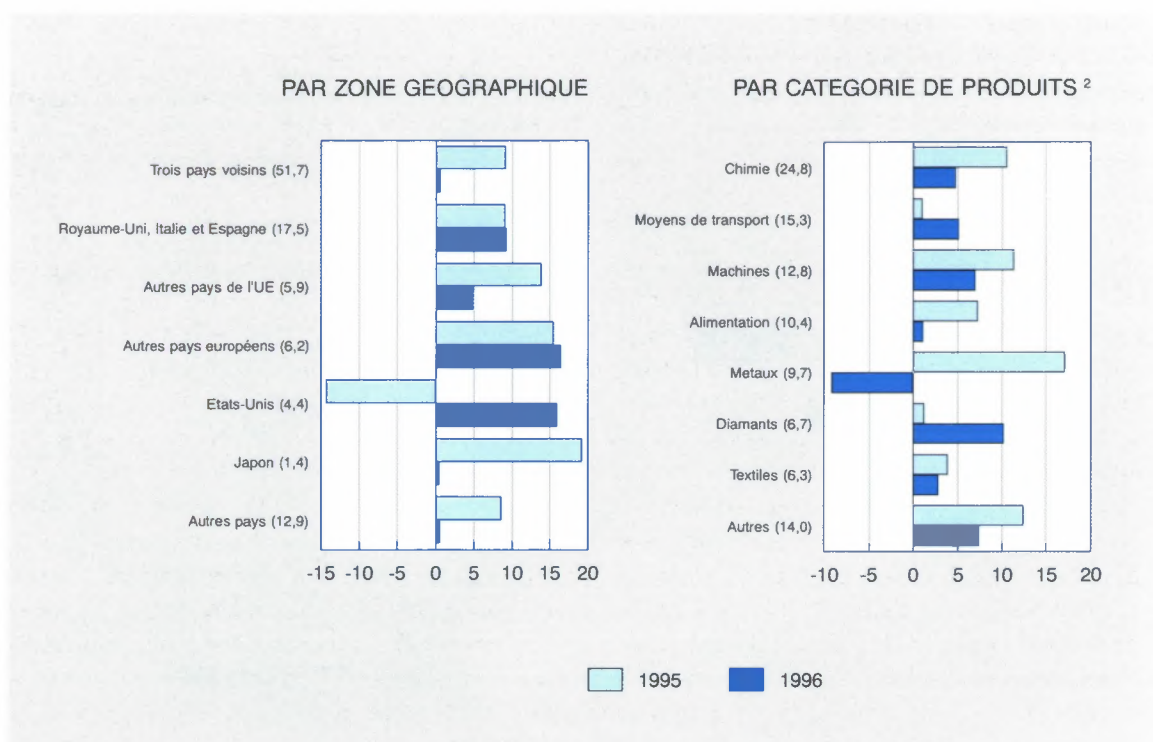
1995 et 1996 est intégralement imputable à l'essoufflement de la croissance des exportations en volume, qui est revenue de 7,9 p.c. en 1995 à 3,1 p.c. en 1996. Cette évolution du volume des exportations correspond pour l'essentiel au tassement de la croissance des marchés à l'exportation qui a été calculée sur la base de l'évolution du volume des importations des partenaires commerciaux de l'UEBL.

Tant les trois pays voisins de l'UEBL, qui absorbent 51,7 p.c. des exportations belgo-luxembourgeoises, que certains pays non européens de l'OCDE, ont en effet enregistré en 1996 un ralentissement sensible de la croissance des importations en volume, tandis que les importations en volume du Royaume-Uni, de l'Italie et de l'Espagne n'ont guère varié entre 1995 et 1996. La différenciation des évolutions peut aussi être observée jusqu'à un certain point dans la ventilation géographique des exportations en valeur reprises dans les statistiques du commerce extérieur. La croissance des exportations vers les trois pays voisins ainsi que vers le Japon a en effet sensiblement ralenti, tandis que le rythme de progression des exportations vers le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne stagnait. Aux Etats-Unis, en revanche, les exportations en valeur sont passées d'un recul en 1995 à une croissance en 1996. Cette évolution n'est pas le reflet de la croissance des importations en volume de ce pays, étant donné que ces dernières n'ont cessé de croître durant ces deux années. L'appréciation du cours du dollar a peut-être offert de meilleures perspectives de vente sur ce marché aux exportateurs de l'UEBL, ainsi que des prix convertis en monnaie nationale plus élevés. En 1995, ces deux facteurs ont peut-être joué en sens contraire. En outre, la croissance des exportations vers les pays européens extérieurs à l'UE, à savoir les pays de l'Europe de l'Est, est restée vigoureuse, tandis que celle vers les autres pays, y compris vers les pays d'Asie du Sud-Est quelque peu moins dynamiques en 1996, a ralenti.

Par catégorie de produit, le ralentissement du rythme de progression des exportations en valeur a été assez général, à l'exception de la progression des exportations de diamants, qui s'est accélérée en raison notamment d'une hausse sensible des prix, ainsi que celle du matériel de transport, soutenue par une forte demande. Le ralentissement du rythme de progression a

GRAPHIQUE 8 — VALEURS DES EXPORTATIONS DE L'UEBL¹

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



Source: ICN.

¹ Selon les statistiques du commerce extérieur. La part en pourcentage de chaque zone géographique et de chaque groupe de produits est indiquée entre parenthèses à côté des noms qui les désignent.

² Selon les sections du Système Harmonisé des statistiques du commerce extérieur.

été le plus marqué pour les métaux, reflet de l'atonie de la conjoncture pour cette catégorie de produits, ce qui a exercé une pression à la baisse sur les prix et sur les volumes échangés. Dans la principale catégorie de produits, à savoir la chimie, la croissance a été plutôt moyenne en 1996. Il convient de mentionner à cet égard que les évolutions au sein de cette catégorie de produits ont été en sens divers selon les branches d'activité. Les exportations de produits chimiques de base et de produits pharmaceutiques ont fortement augmenté, tandis que les exportations de caoutchouc et de matières plastiques ont stagné.

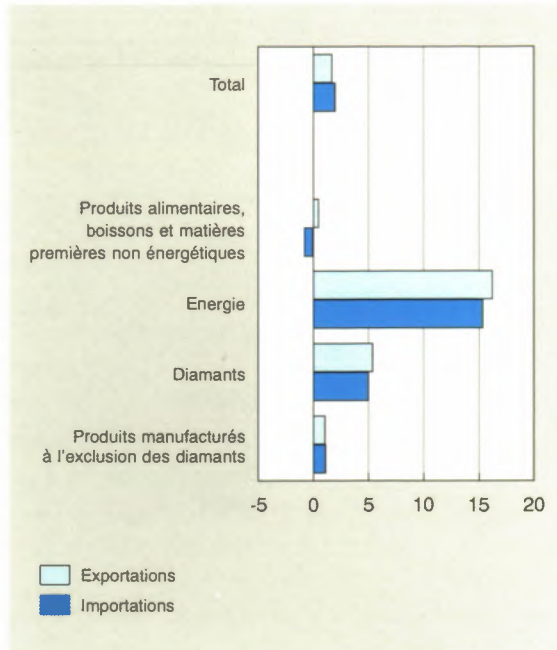
Au cours de l'année 1996, l'évolution des importations en valeur de l'UEBL a suivi de près celle des exportations en valeur. Par conséquent, la hausse du surplus des marchandises s'explique uniquement par l'« effet de niveau », qui découle du fait que le solde commercial était déjà positif en 1995. La progression comparable des flux de marchandises cachent toutefois en 1996 des évolutions divergentes en prix et en volume,

comme on le montrera plus loin. Les termes de l'échange ont en effet enregistré un recul, tandis que le taux de couverture en volume a augmenté.

En s'appuyant sur l'évolution des valeurs unitaires à l'exportation et à l'importation calculée sur la base des statistiques du commerce extérieur, la progression des prix à l'importation aurait atteint 2 p.c. en 1996 et aurait ainsi été supérieure à celle des prix à l'exportation qui s'est établie à 1,7 p.c. La légère détérioration, de 0,3 p.c., des termes de l'échange qui en a résulté est entièrement imputable à la forte augmentation des prix des produits énergétiques. Exprimé en dollar, le prix des produits pétroliers bruts de type « Brent » a en effet considérablement augmenté en 1996, passant en moyenne de 17,1 dollars le baril en 1995 à 20,8 dollars en 1996 (soit une hausse de plus de 21 p.c.), tandis que le dollar lui-même s'est apprécié en moyenne de 4,9 p.c. en 1996. Comme l'UEBL est un importateur net de produits pétroliers, une telle hausse des prix des produits pétroliers

GRAPHIQUE 9 — VALEURS UNITAIRES DU COMMERCE EXTERIEUR

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



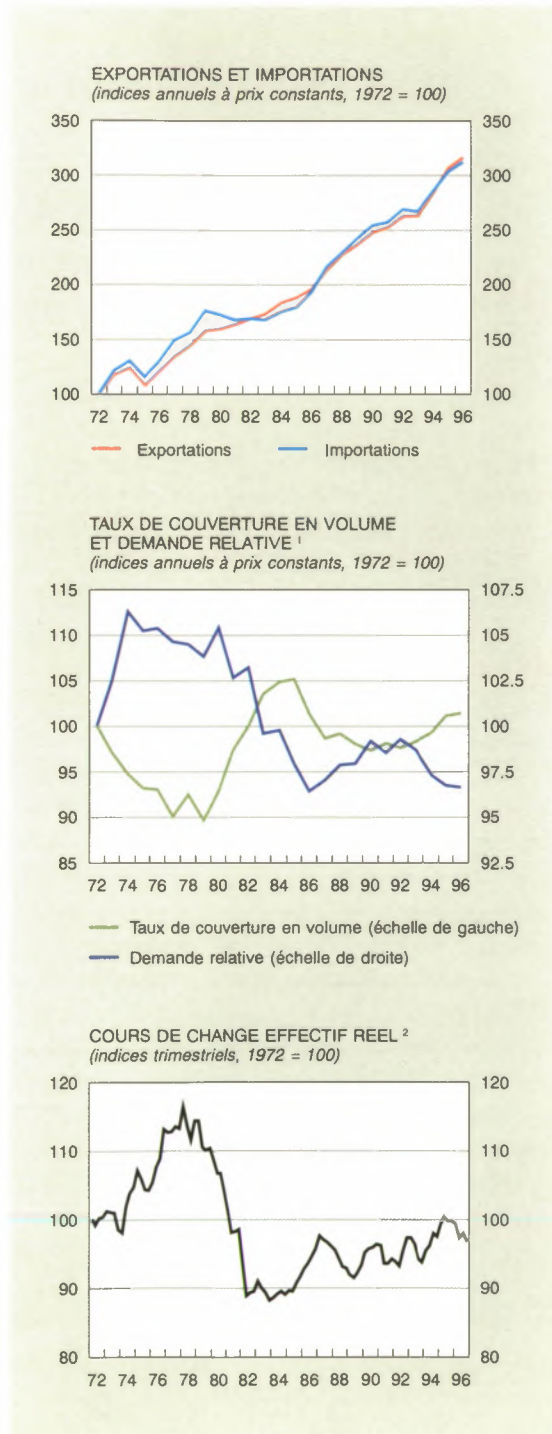
Source : BNB.

pèse davantage sur les prix moyens à l'importation que sur les prix moyens à l'exportation si bien que, ceteris paribus, par solde, les termes de l'échange se dégradent. D'après les estimations, la balance pétrolière s'est alourdie de 20 milliards de francs au total.

L'évolution du dollar explique également la hausse relativement forte des prix dans le commerce du diamant, dont les prix sont le plus souvent exprimés en dollars. En ce qui concerne les produits alimentaires, les boissons et les matières premières non énergétiques, l'appréciation du dollar n'a en revanche pas compensé la baisse des prix libellés dans cette monnaie des matières premières correspondantes. Sur les marchés internationaux de matières premières industrielles, une forte baisse des prix a été enregistrée, peut-être en raison de la grande sensibilité de ces produits à la conjoncture. Comme l'UEBL est importateur net de ce type de produits, les baisses de prix ont exercé une incidence positive sur les termes de l'échange qui a compensé partiellement l'effet de la hausse des prix pétroliers. Au total, les prix des marchandises, à l'exception du diamant, ont augmenté de quelque 1 p.c. tant à l'importation qu'à l'exportation.

L'incidence négative des termes de l'échange sur la balance des paiements a été toutefois compensée par une amélioration du taux de

GRAPHIQUE 10 — EVOLUTIONS EN VOLUME DES OPERATIONS SUR MARCHANDISES



Sources : BRI, OCDE, ICN.

¹ Définis comme étant le quotient des exportations et des importations de l'UEBL, respectivement le quotient de la demande intérieure en Belgique et de la demande intérieure dans la zone de l'OCDE, cette dernière étant mesurée par la demande intérieure de chaque pays membre, pondérée par la structure des exportations de biens de l'UEBL.

² Mesuré à l'aide des prix à la consommation relatifs, exprimés en monnaie commune. Une augmentation indique une appréciation réelle du franc.

couverture en volume. D'après les données de la balance des paiements relatives à la valeur des importations et exportations et sur la base de l'évolution des valeurs unitaires d'après les statistiques du commerce extérieur, le volume des exportations se serait accru de 3,1 p.c. en 1996, contre une progression de 2,9 p.c. du volume des importations. Ainsi, le taux de couverture en volume s'est amélioré pour la quatrième année consécutive, ce qui doit être mis en rapport avec le fait que, durant cette période, l'évolution de la demande intérieure en Belgique est restée à la traîne par rapport à celle des autres pays de l'OCDE. Considéré sur une période plus longue, le taux de couverture en volume a également évolué, dans une mesure importante, selon un rapport inverse de l'évolution relative de la demande. Ainsi, la croissance plus prononcée de l'économie belge par rapport au reste des pays de l'OCDE au cours de la période 1986-1992, contrairement à la période la plus récente, s'est accompagnée d'une détérioration du taux de couverture en volume. Des liens similaires entre l'évolution du taux de couverture en volume et l'évolution de la demande relative ont également été observés pour les périodes 1972-1979 et 1980-1985.

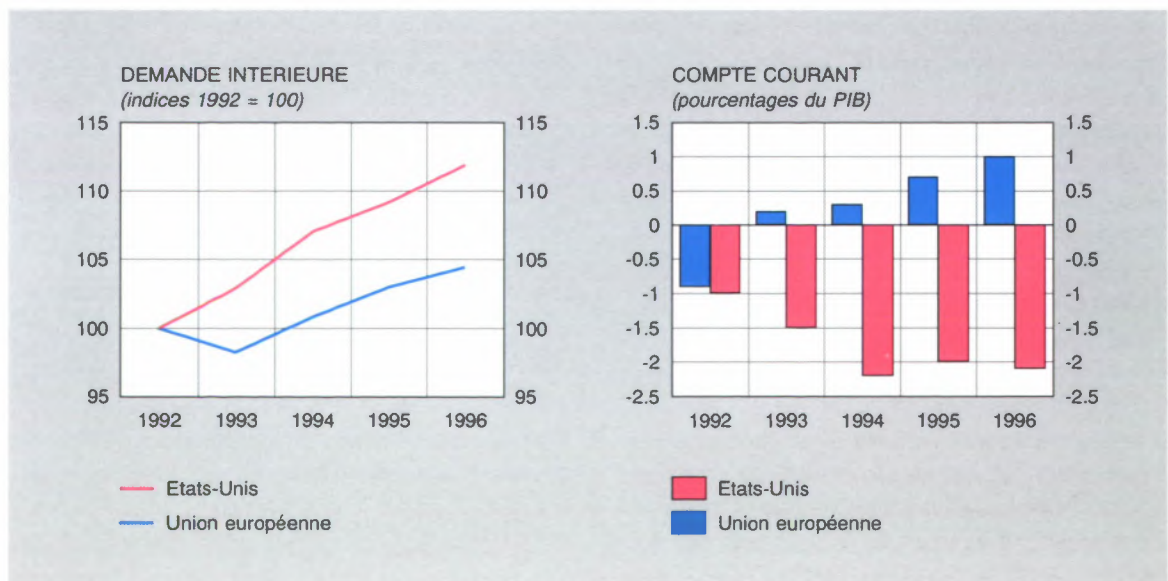
Le décalage de croissance observé entre la Belgique et la zone de l'OCDE pour la période 1993-1996 peut être rapproché, jusqu'à un certain point, de la position différente de l'UE dans

son ensemble et des Etats-Unis dans le cycle conjoncturel. L'écart de croissance de la demande intérieure a été, dans les deux blocs commerciaux cités, à l'origine de la dynamique qui a sous-tendu les diverses évolutions des comptes courants respectifs.

Au cours de ces dix dernières années, le taux de couverture en volume ne semble pas ou guère avoir été influencé par l'évolution du cours effectif réel du franc calculé sur la base des prix à la consommation et qui peut être interprété comme un indicateur de la compétitivité. Antérieurement, ce fut pourtant le cas. Selon la théorie économique traditionnelle, on peut s'attendre à ce qu'une appréciation réelle s'accompagne d'une dégradation du taux de couverture en volume. Les biens produits dans l'économie sont en effet relativement plus chers, tandis que ceux produits à l'étranger sont relativement meilleur marché, ce qui pèse sur l'évolution des exportations en volume et accroît les importations en volume. Ceci suppose toutefois que les variations de cours de change soient intégralement répercutées sur les clients étrangers.

Le rapport inverse entre l'évolution du cours effectif réel et celle du taux de couverture en volume qui en découle a bien été observé pour l'UEBL jusqu'à la moitié des années quatre-vingt. Ainsi, l'appréciation effective du franc

GRAPHIQUE 11 — COMPTE COURANT DE L'UNION EUROPEENNE ET DES ETATS-UNIS



Source : OCDE.

au cours des années septante s'est accompagnée d'une dégradation du taux de couverture en volume, tandis que ce dernier s'est amélioré au cours de la période de dépréciation réelle qui a suivi. Par la suite, la relation entre les deux variables n'a cependant plus été aussi directe. Ce phénomène pourrait s'expliquer par le fait que les variations du cours de change effectif réel ont été moins prononcées, et surtout de nature plus temporaires, depuis le milieu des années quatre-vingt qu'au cours des périodes antérieures. Dans une telle situation, les exportateurs disposent en effet de plus de marge de manœuvre pour ne pas intégralement répercuter les variations de cours de change sur les clients étrangers et, plutôt, les prendre à leur compte, dans l'évolution de leur marge de profit. Ainsi, les variations de cours de change se reflètent davantage dans les marges de profit que dans le volume des ventes. La théorie économique récente fait référence à cette pratique sous la dénomination de « pricing to market ».

Ainsi, pour la période récente, cela pourrait être un signe que l'appréciation réelle du franc entre le dernier trimestre de 1993 et le deuxième trimestre de 1995 – notamment à la suite de la dépréciation du dollar et de la lire italienne – a plutôt donné lieu à un resserrement des marges bénéficiaires des exportateurs résidents et à un élargissement de celles entre autres des exportateurs américains et italiens, qu'à une dégradation du taux de couverture en volume de la balance des paiements de l'UEBL. La même chose peut être affirmée, mutatis mutandis, de l'évolution en sens contraire du cours effectif réel du franc qui s'est produit à partir du troisième trimestre de 1995. A la suite de ces dernières évolutions, le cours de change effectif réel du franc s'est situé, à la fin de 1996, de nouveau à son niveau de 1987, année au cours de laquelle les cours de change des pays industrialisés ont, comme il est généralement admis, donné un assez bon aperçu des données économiques fondamentales.

Services

Le surplus des services de l'UEBL a légèrement progressé, passant de 74 milliards de francs en 1995 à 81 milliards en 1996. Cette amélioration est uniquement attribuable au compte

courant de la Belgique, le surplus des services du Luxembourg étant en effet demeuré stable.

L'amélioration du surplus des services de l'UEBL s'est réalisée en dépit du nouvel élargissement du déficit des déplacements à l'étranger – de 88 milliards de francs en 1995 à 95 milliards en 1996 –, qui s'inscrit dans le prolongement de la tendance structurelle constatée depuis de nombreuses années. Les dépenses des résidents à l'étranger ont en moyenne ces dix dernières années progressé deux fois plus rapidement que le revenu disponible des particuliers. Les recettes dans les déplacements à l'étranger n'ont pas progressé de la même manière que les dépenses, parce que les non-résidents choisissent généralement des lieux de villégiatures autres que la Belgique ou le Luxembourg. A partir d'une ventilation géographique des flux de déplacements de l'UEBL qui, compte tenu de la moindre précision avec laquelle ce genre d'information est communiquée, ne peut être considérée qu'à titre indicatif, de gros déficits auraient surtout été observés pour les destinations de vacances classiques telles que l'Espagne, la France, l'Italie, l'Autriche, la Grèce, la Suisse et la Turquie. Vis-à-vis de l'Allemagne, et surtout des Pays-Bas, les recettes provenant des déplacements à l'étranger se seraient en revanche situées à un niveau supérieur aux dépenses correspondantes.

L'excédent que l'UEBL enregistre en matière de transport, et qui est presque entièrement imputable à la Belgique, a notamment subi l'incidence de l'essoufflement conjoncturel du commerce mondial. La diminution de l'excédent de 4 milliards est localisée dans le transport maritime. Elle est due à une diminution du volume du fret dans les ports d'Anvers, de Zeebrugge et de Gand. De plus, une pression sur les prix se serait exercée sur certaines activités portuaires, sous l'effet d'un renforcement de la concurrence.

La dégradation des soldes des transports et des déplacements à l'étranger a été plus que compensée par la progression de l'ensemble de l'excédent des autres catégories de services, qui a atteint 18 milliards de francs. La progression est entièrement imputable au compte courant de la Belgique. Elle s'explique, d'une part, par des facteurs accidentels et, d'autre part, par des facteurs structurels. Le solde du négoce interna-

tional réalisé par les entreprises belges est passé d'un résultat négatif que l'on peut qualifier d'exceptionnel en 1995 à un excédent de 3 milliards en 1996. De plus, le surplus déjà considérable enregistré pour les échanges de services entre entreprises liées, surtout pour les services fournis par les centres de coordination, a continué de progresser.

Revenus et transferts

Les salaires que les institutions internationales installées dans l'UEBL versent à leur personnel résidant en UEBL ont progressé de quelque 3 milliards en 1996. En revanche, le déficit du Luxembourg en matière de travail frontalier s'est accentué, s'inscrivant dans le prolongement de l'évolution tendancielle des dernières années. Cette évolution a dépassé celle des revenus versés par les organismes internationaux, essentiellement établis en Belgique, de sorte que, pour l'ensemble de l'UEBL, le surplus des revenus du travail s'est contracté de 2 milliards, pour se situer à 58 milliards en 1996.

TABLEAU 5 — TRANSFERTS ENTRE L'UEBL ET L'UNION EUROPEENNE

(milliards de francs)

	1995	1996
Transferts à destination de l'UE ..	-115	-119
Contribution au budget de l'UE	-112	-116
Contribution au Fonds Européen de Développement Régional	-3	-3
Transferts en provenance de l'UE	69	50
Au titre de la politique agricole commune	62	40
Au titre des politiques structurelles	7	10
Solde	-46	-69

Source : BNB.

Par ailleurs, l'UEBL enregistre, compte tenu de sa confortable position de crédeur net vis-à-vis de l'étranger, un surplus considérable sous la forme de produits de placements et d'investissements. Cet excédent a encore progressé en

1996, pour atteindre 155 milliards, en raison principalement de la poursuite de l'augmentation des avoirs extérieurs nets qui constituent la contrepartie de l'excédent courant.

Le déficit de l'UEBL au titre des transferts a augmenté de 4 milliards en 1996, pour atteindre 133 milliards. Cette augmentation est entièrement imputable à la Belgique et résulte d'une hausse de la contribution au budget de l'UE. La contribution basée sur le PNB – également appelée la quatrième ressource – a considérablement augmenté, tandis que le transfert d'une partie des recettes de la TVA à l'UE s'est légèrement contracté. Du côté des crédits, les transferts reçus de l'UE dans le cadre de la politique agricole commune ont sensiblement diminué en 1996, après s'être accrus en 1995.

Ces importantes fluctuations dans les paiements effectués par le Fonds européen d'orientation et de garantie agricole (FEOGA) à l'UEBL ne sont toutefois pas le reflet fidèle du soutien de l'UE au secteur agricole résident. Ces fluctuations se situent au niveau des aides octroyées par le FEOGA sous la forme de restitutions versées lors d'exportations vers des pays extérieurs à l'UE afin de compenser l'écart entre les prix sur le marché mondial et ceux garantis par la Communauté. De telles restitutions ne sont pas versées par l'UE au pays d'où les produits agricoles sont originaires, mais au pays où ces produits ont été déclarés à la douane. Pour diverses raisons, des exportateurs d'autres pays européens avaient choisi, en 1995, d'exporter via les ports belges, si bien que les recettes de l'UEBL avaient sensiblement gonflé cette année-là à cause des versements du FEOGA. Le fait que les restitutions à l'exportation perçues par l'UEBL ne portaient pas seulement sur des produits du secteur agricole et alimentaire résident peut être illustré par l'exemple suivant. En 1995, 45 p.c. des restitutions à l'exportation hors de l'UE pour le sucre ont été versés à l'UEBL, alors que la part des exportations de sucre belge n'atteignait que 15 p.c.

Depuis la mi-1995, l'avantage que représentaient les exportations via les ports belges a cependant pris fin, si bien que les restitutions à l'exportation perçues par l'UEBL se sont également sensiblement réduites depuis cette date. Cette situation est surtout liée à la réévaluation,

le 23 juin 1995, du cours du franc « vert », qui a rapproché ce dernier du cours du marché. Par conséquent, il est devenu moins intéressant pour les exportateurs d'autres pays européens de percevoir en Belgique les restitutions auxquelles ils ont droit, après exportation via les ports belges.

Le changement dans le trafic de produits agricoles a surtout des conséquences sur le solde des transferts avec l'UE, l'incidence sur celui des transferts publics étant dans l'ensemble beaucoup plus limitée. Depuis la réforme du système de collecte des données de la balance des paiements de l'UEBL en 1995, les restitutions à l'exportation, qui, après avoir été perçues par l'UEBL en provenance du FEOGA, ont été reversées au pays d'où les produits agricoles exportés sont vraiment originaires, peuvent être identifiées. En 1995, des sorties considérables

ont en effet été enregistrées dans cette rubrique, qui se sont fortement réduites en 1996.

Les transferts d'autres secteurs qui consistent principalement en cotisations sociales des résidents de l'UEBL qui travaillent à l'étranger ou auprès d'institutions internationales, et en transferts d'argent des travailleurs d'origine étrangère à leur pays d'origine, ont donné lieu à un déficit qui a peu varié entre 1995 et 1996.

5. OPERATIONS EN CAPITAL ET FINANCIERES DE L'UEBL EN 1996

Le surplus des opérations courantes de l'UEBL correspond à l'excédent de l'épargne sur

TABLEAU 6 — BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL

(soldes, milliards de francs)

	1995	1996
Compte courant	448	473
Comptes de capital et financier	-448	-473
Compte de capital	12	10
Compte financier	-460	-483
Opérations peu sensibles à la politique monétaire et de change	-20	105
dont : investissements directs	-33	119
de l'étranger en UEBL	307	397
Capital social	173	316
Prêts entre sociétés affiliées	134	82
de l'UEBL à l'étranger	-340	-278
Capital social	-132	-154
Prêts entre sociétés affiliées	-208	-124
Opérations sensibles à la politique monétaire et de change ¹	62	-262
dont : avoirs nets en francs de non-résidents	354	282
Titres des pouvoirs publics	46	45
Obligations linéaires	85	1
Certificats de trésorerie	-38	44
Auprès des établissements de crédit résidents	307	237
Opérations dans le cadre de la politique monétaire et de change	-502	-325
Engagements en monnaies étrangères des pouvoirs publics	-263	-334
Créances à terme en devises auprès des établissements de crédit résidents ²	-231	25
Réserves de change nettes de la BNB ³	-8	-16

Source : BNB.

¹ Y compris les erreurs et omissions.

² Créances à terme en devises de la Banque résultant des contrats conclus contre franc avec les établissements de crédit. Signe - : augmentation des créances.

³ Signe - : augmentation des réserves de change au comptant.

l'investissement des secteurs intérieurs. En y ajoutant les opérations en capital on obtient la capacité nette de financement de l'économie. Cette capacité de financement se traduit par une formation de créances nettes sur le reste du monde. Les moyens financiers ainsi mis à la disposition du reste du monde trouvent leur destination finale dans le financement des investissements du reste du monde. Le compte des opérations financières de la balance des paiements reflète les canaux par lesquels le financement de ces investissements s'effectue. Il peut être direct, comme les investissements directs, ou indirect auquel cas le financement prend la forme de n'importe quel titre de créance sur l'étranger.

La nature des créances et les secteurs résidents à l'origine de leur constitution dépendent des conditions prévalant sur les marchés financiers domestiques et étrangers et des préférences des investisseurs. Ainsi, même si l'économie dans son ensemble dégage une épargne excédentaire, une partie du financement des investissements domestiques peut être financée par l'étranger, et la formation d'avoirs bruts sur l'étranger peut largement dépasser la capacité de financement de l'économie. La libéralisation des marchés de capitaux a favorisé l'allocation efficace des ressources financières ainsi que les arbitrages, et a de la sorte contribué à l'intégration croissante des marchés financiers. Ce processus s'est traduit par un gonflement des flux bruts de capitaux, le financement des opérations courantes ne représentant qu'une proportion de plus en plus faible des flux bruts de capitaux. Ce phénomène aurait particulièrement touché l'UEBL, où selon les statistiques du FMI relatives à la balance des paiements, les flux de capitaux en pourcentages du PIB auraient atteint un niveau largement supérieur à ceux des autres pays¹.

En raison des difficultés rencontrées par certaines banques dans l'enregistrement de certaines opérations financières et dès lors de la mauvaise qualité des données recueillies par l'IBLC, la présentation de la balance des paiements adoptée dans cet article se limite à quelques grandes rubriques, estimées parfois sur base de données externes à la balance des paiements. Cette présentation est identique à celle du rap-

port annuel de la Banque et repose sur une distinction des opérations selon qu'elles obéissent à des considérations liées à la politique monétaire et de change ou au contraire en sont indépendantes. L'absence d'informations détaillées quant à la nature des autres opérations financières, quant à leur destination ou origine géographique et quant à leur structure par devises ne permet pas actuellement une analyse circonstanciée du compte financier.

Opérations peu sensibles à la politique monétaire et de change

En UEBL, les opérations d'investissements directs se soldent traditionnellement par des entrées de capitaux. En 1996, les investissements en capital social et les prêts entre sociétés affiliées ont ainsi renoué avec l'évolution des années précédentes en dégageant un solde positif de 119 milliards de francs, alors qu'ils avaient occasionné des sorties nettes exceptionnelles de 33 milliards l'année précédente. Le renversement de ce solde s'explique par une augmentation du surplus des investissements en capital social – de 41 milliards en 1995 à 162 milliards en 1996 –, et par une diminution des sorties nettes au titre de prêts entre sociétés affiliées, de 74 milliards en 1995 à 42 milliards en 1996.

En 1996, comme au cours des dernières années, le solde laissé par ces prêts a été fortement influencé par la gestion de trésorerie effectuée par les centres de coordination établis en Belgique pour les membres de leur groupe à l'étranger, dont les déterminants diffèrent souvent des déterminants classiques des opérations financières.

Les investissements directs en capital social sous la forme de constitutions et d'extensions de sociétés et de prises de participation par des sociétés étrangères en UEBL ont dépassé de 162 milliards les investissements des sociétés belges et luxembourgeoises à l'étranger. Les premiers ont atteint 316 milliards de francs en 1996, en augmentation de 143 milliards par rapport à 1995. Les investissements ont été influencés par la prise de participation d'un consortium international de sociétés de télécommunications dans le capital de Belgacom pour un montant

¹ IMF, World Economic Outlook, mai 1997.

TABLEAU 7 — INVESTISSEMENTS DIRECTS EN CAPITAL SOCIAL¹

(soldes, milliards de francs)

	de l'étranger en UEBL		de l'UEBL à l'étranger	
	1995	1996	1995	1996
VENTILATION GEOGRAPHIQUE²				
Union européenne	120	232	-97	-106
dont : Allemagne	21	13	-17	-5
Pays-Bas	48	93	-37	-22
France	15	13	-24	-65
Royaume-Uni	6	29	-7	-1
Danemark .....	...	25	...	-1
Italie	6	44	-4	-4
Suisse	17	9	-4	-13
Etats-Unis	12	34	2	-4
Canada	9	1	-19	-2
Japon	1	...	1	...
Singapour .....	...	20	...	-3
Autres	4	11	-7	-22
VENTILATION PAR SECTEUR³				
Industrie	28	17	-32	-47
dont : Industries alimentaires	1	1	-28	-12
Industrie chimique	2	2	-8	-7
Transformation de produits énergétiques	8	—	14	...
Fabrications de produits minéraux et métalliques	11	3	-7	-12
Fabrications de machines .....	...	4	-5	-11
Fabrication et assemblage de véhicules automobiles ..	1	3	...	...
Services	94	227	-72	-91
dont : Commerce de gros et de détail	8	14	-5	-13
Postes et télécommunications .....	...	79	...	-5
Institutions financières, holdings et assurances	16	61	-62	-60
Centres de coordination	54	67	—	—
Non déterminés au moment de l'investissement ⁴	40	63	-20	-11
Total ⁵	173	316	-132	-154
<i>p.m. Investissements directs en capital social</i>				
<i>au/du Luxembourg</i>	25	64	-31	-47
<i>en/de la Belgique</i>	137	242	-93	-102

Source : BNB.

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

² Selon le pays de la contrepartie non résidente à la transaction.

³ Selon le secteur de la contrepartie résidente à la transaction.

⁴ Cette rubrique comprend les investissements directs pour lesquels le numéro de TVA de la contrepartie résidente n'est pas connu au moment de l'enregistrement par les banques.

⁵ Y compris les investissements immobiliers, de faible importance, qui ne sont pas ventilés.

de 73 milliards. Mais des montants considérables ont également été investis dans le secteur des institutions financières, des holdings et des compagnies d'assurances, au Luxembourg certes mais aussi en Belgique, et dans les centres de coordination. Au total, ils se sont répartis à rai-

son de 64 milliards au Luxembourg et 242 milliards en Belgique. Même si la ventilation des investissements en capital social selon leur origine ou destination géographique est susceptible d'être affectée par l'une ou l'autre opération d'investissement importante, comme ce fut le

cas avec la prise de participation dans Belgacom en 1996, il apparaît que l'Union européenne demeure l'origine principale des investissements étrangers en UEBl. Elle représente plus de 75 p.c. des apports de capitaux, dont plus de la moitié en provenance de sociétés établies en France, en Allemagne et aux Pays-Bas.

Les créations de sociétés et les prises de participation à l'étranger par des sociétés résidentes ont aussi progressé en 1996, mais plus modestement. A l'inverse des investissements directs étrangers en UEBl, la répartition sectorielle en fonction de la classification économique du secteur résident à l'origine de l'investissement met en évidence l'importance plus grande de

des niveaux structurellement supérieurs à ceux jamais atteints auparavant. Le surplus a représenté en moyenne 1,5 p.c. du PIB en l'UEBl, alors que les pays voisins enregistraient des sorties nettes de capitaux allant jusqu'à 1,6 p.c. du PIB aux Pays-Bas. Ces apports nets de capitaux ne résultent pas tant de la faiblesse des investissements de l'UEBl à l'étranger, qui sont en termes relatifs comparables à ceux de la France et de l'Allemagne, que de l'importance des investissements directs étrangers en UEBl. Ces investissements sont certes gonflés par la capitalisation des centres de coordination ou par la présence de holdings au Luxembourg, mais même en excluant ces investissements, le solde des investissements en capital social demeure positif.

TABEAU 8 — INVESTISSEMENTS DIRECTS EN CAPITAL SOCIAL¹ : COMPARAISON INTERNATIONALE

(soldes en pourcentage du PIB, moyenne 1987-1996)

	Investissements à l'étranger	Investissements de l'étranger	Solde
Allemagne	-0,9	0,1	-0,8
France	-1,3	0,8	-0,5
Pays-Bas	-2,5	0,9	-1,6
UEBl	-1,4	2,9	1,5
hors centres de coordination	(-1,4)	(2,4)	(1,0)

Source : Sources nationales.

Signe - : Investissements directs de l'économie considérée à l'étranger ou désinvestissements de l'étranger dans l'économie considérée.

¹ A l'exclusion des bénéfices réinvestis.

Si la relation entre les investissements directs entrants et sortants et leurs retombées en termes d'emploi et d'activité pour l'économie est complexe à établir, il n'en demeure pas moins que les entrées nettes de capitaux qui leur sont imputables ont contribué au maintien de l'objectif de change de la Banque. Ces entrées nettes de capitaux témoignent néanmoins de l'intérêt porté par les investisseurs étrangers aux entreprises belges et luxembourgeoises, en dépit de coûts de production élevés. Elles s'accompagnent aussi inévitablement d'une plus grande vulnérabilité des entreprises belges et luxembourgeoises à l'égard des stratégies de groupes multinationaux.

Opérations sensibles à la politique monétaire et de change

l'industrie dans les investissements de l'UEBl, même si les services demeurent dominants, en particulier les services financiers en raison de l'implantation de nombreux holdings au Luxembourg. Les entreprises belges ont toutefois contribué aux investissements directs de l'UEBl à hauteur de 102 milliards, contre 47 milliards pour les entreprises luxembourgeoises. La destination de ces investissements reflète en revanche la même prédominance de l'Union européenne, et en particulier des pays voisins, que les investissements étrangers en UEBl.

L'ensemble des investissements de portefeuille et des autres investissements ont occasionné en 1996, une formation nette de créances sur l'étranger de 262 milliards de francs, contre une diminution de 62 milliards au cours de l'année précédente. Parmi ces opérations, les investissements en franc des non-résidents ont occasionné des entrées nettes de capitaux s'élevant à 282 milliards de francs. Ces investissements sont imputables aux investissements nets de portefeuille en certificats de trésorerie qui se sont élevés à 44 milliards de francs, contre des ventes nettes de 38 milliards en 1995, et à la constitution de nouveaux avoirs nets en franc au comptant et à terme auprès des établissements de crédit. Ces derniers, bien qu'en retrait

Au cours des dix dernières années, les investissements directs étrangers en UEBl et les investissements de l'UEBl à l'étranger ont atteint

GRAPHIQUE 12 — ACQUISITIONS PAR LES NON-RESIDENTS D'OBLIGATIONS EMISES PAR LES POUVOIRS PUBLICS¹

(soldes, milliards de francs belges)



Sources : Sources nationales.

¹ En monnaies nationales.

² Acquisitions nettes d'obligations linéaires par l'étranger à l'exclusion du Luxembourg.

par rapport à 1995, demeure toutefois la principale catégorie d'investissements en franc des non-résidents.

En revanche, sur l'ensemble de l'année 1996, l'UEBL n'a plus attiré des capitaux non-résidents sous la forme d'obligations émises par les pouvoirs publics en franc : des achats de titres au premier et au troisième trimestre ont été suivis par des ventes aux trimestres suivants. La comparaison internationale établie au graphique 12 montre que le moindre intérêt des investisseurs internationaux n'est pas un phénomène qui s'observe uniquement en UEBl ; les investisseurs ont aussi fait preuve de réticence vis-à-vis des obligations hollandaises et françaises, ce qui contraste avec leur intérêt pour les

titres allemands. La diminution des différentiels d'intérêt vis-à-vis des taux des obligations en mark allemand a rendu les placements en franc belge, florin néerlandais et franc français probablement moins attractifs auprès des investisseurs internationaux. La profondeur du marché allemand et un effet d'offre résultant de l'émission d'un nouvel instrument à moyen terme à partir de septembre, ont sans doute également renforcé l'attrait exercé par les titres allemands en 1996.

On ne peut pas exclure non plus une modification dans les choix des monnaies de placements. A cet égard, la forte diminution des taux obligataires italiens et espagnols, depuis le mois de mars 1995, a marqué le début d'un

« convergence play » caractérisé par des investissements massifs en obligations des pays dont les taux étaient supposés diminuer dans la perspective de l'Union monétaire, sans pour autant s'accompagner d'une réduction de la valeur des monnaies dans lesquelles étaient libellées les obligations. Ces flux de capitaux ont pu s'effectuer au détriment des investissements de portefeuille vers les autres pays du SME pour lesquels la diminution des taux à long terme étaient potentiellement moins forte, ou pour lesquels la convergence avait déjà joué.

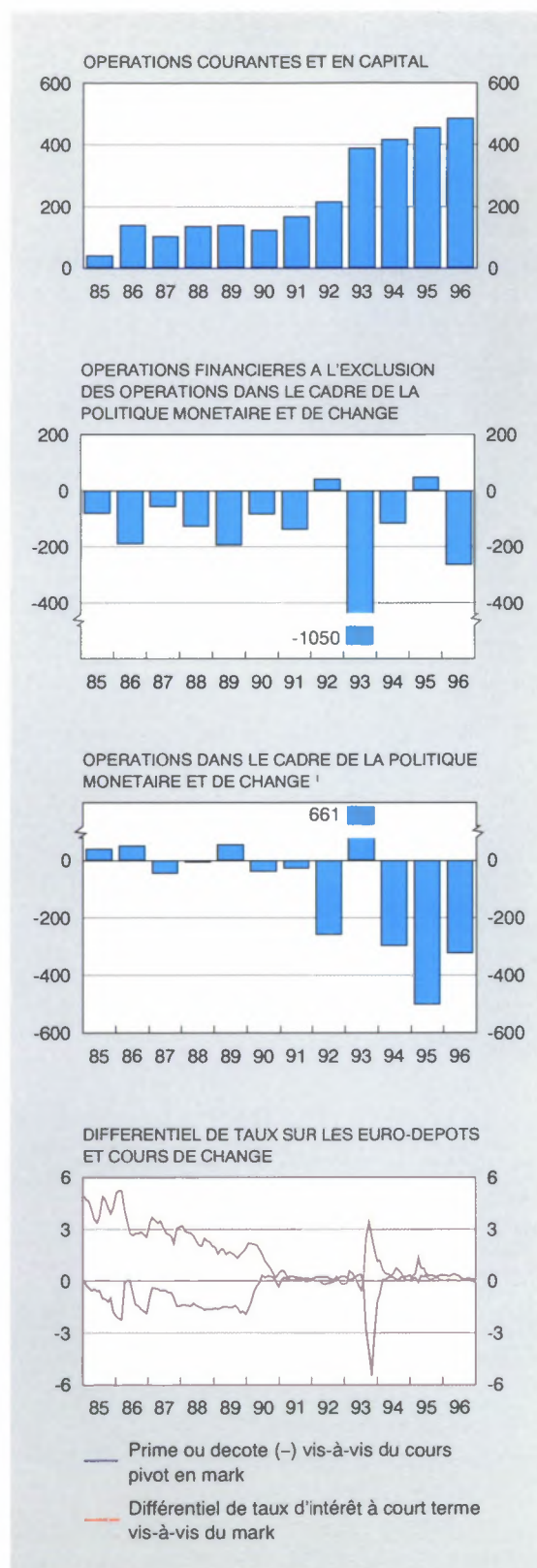
Les avoirs nets des résidents à l'étranger qui constituent par solde les autres opérations financières sensibles à la politique monétaire et de change, ont augmenté de 545 milliards de francs en 1996. Ce montant couvre en particulier les opérations nettes sur actions avec l'étranger, les opérations des résidents sur obligations étrangères, y compris celles des fonds communs de placement belges et luxembourgeois pour compte des résidents, les crédits commerciaux, les dépôts des particuliers et sociétés à l'étranger et toutes les autres opérations de prêts et emprunts entre sociétés non liées. Le peu d'informations dont on dispose actuellement ne permet pas de distinguer ces différents types d'opérations et donc d'en analyser les déterminants.

Opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire et de change

En 1996, comme au cours des dernières années, à l'exception toutefois de 1993, le déficit des opérations financières du secteur privé n'a pas été suffisant pour compenser le surplus des opérations courantes et en capital de sorte que la Banque s'est vue contrainte d'absorber le déséquilibre résiduel sur le marché des changes afin d'éviter une appréciation non souhaitée du franc vis-à-vis du mark allemand, dans un contexte de taux d'intérêt à court terme en franc proche de ceux en mark, voire inférieur.

Les achats de devises ont été affectés au remboursement d'emprunts en monnaies étrangères par les pouvoirs publics, à concurrence de 334 milliards, et ont été versés aux réserves de change au comptant de la Banque, à concurrence de 16 milliards. Cette évolution est allée de pair avec une réduction des créances à terme

GRAPHIQUE 13 — BALANCE DES PAIEMENTS DE L'UEBL
(soldes, milliards de francs)



Source : BNB.

¹ Signe - : diminution des engagements en monnaies étrangères des pouvoirs publics, augmentation des créances à terme en devises de la Banque résultant des contrats conclus contre franc avec les établissements de crédit résidents ou augmentation des réserves de change au comptant de la Banque.

de la Banque auprès des établissements de crédit résidents, à concurrence de 25 milliards. Cette affectation a été influencée par la cession par la Banque au Trésor, au cours des mois de novembre et de décembre, de la réserve indisponible de plus-values sur or réalisées à l'occasion des opérations d'arbitrage d'actifs en or contre d'autres éléments de réserves depuis 1989. Ces plus-values ont été affectées à concurrence de 221 milliards au remboursement d'emprunts en monnaies étrangères du Trésor, s'ajoutant aux remboursements de 113 milliards déjà effectués au cours des deux premiers tri-

mestres de l'année. L'incidence sur la liquidité du marché monétaire de cette opération de cession a été neutralisée par une diminution à due concurrence des créances à terme en devises auprès des établissements de crédit. Au cours des dernières années, la dette en devises du Trésor a ainsi été ramenée de 1.109 milliards de francs à la fin de 1991, à 734 milliards au terme de 1996, soit un montant largement inférieur à l'ensemble des réserves de change au comptant et des créances à terme en devises de la Banque, qui s'élevait au 31 décembre de 1996 à 1.063 milliards.

ANNEXE

MODIFICATION DE LA METHODOLOGIE DU COMPTE COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS SUITE A LA SCISSION DU COMPTE COURANT DE L'UEBL

I. POURQUOI SEPARER LES COMPTES COURANTS ?

Depuis la signature de la convention du 25 juillet 1921, la Belgique et le Luxembourg forment une union économique avec libre circulation des biens, des personnes et des capitaux. L'association monétaire entre les deux pays est même un peu plus ancienne, et trouve son origine dans une situation de fait à laquelle la convention de 1921 ne fait que brièvement référence.

A partir de 1919, les billets en franc luxembourgeois émis par les autorités luxembourgeoises après la fin du Zollverein (alliance douanière) avec l'Allemagne le 11 décembre 1918 furent peu à peu remplacés par des billets de banque belges. Les grosses coupures en franc luxembourgeois, destinées à la fonction de réserve, n'inspiraient pas confiance aux résidents luxembourgeois. En outre, le franc luxembourgeois n'était pas convertible, et ne pouvait pas remplir sa fonction principale de moyen de paiement dans une petite économie peu diversifiée et très dépendante des exportations, comme l'était le Luxembourg¹.

L'essentiel de la monnaie en circulation au Luxembourg consistait donc en franc belge, le franc luxembourgeois faisant office de monnaie d'appoint, avec une parité de un pour un vis-à-vis du franc belge.

L'association monétaire n'a été définie de manière plus précise que lors de la convention du 23 mai 1935 consécutive à la dévaluation du franc belge, et lors des conventions et protocoles qui suivirent, notamment en 1963 et 1981. Ces accords portaient essentiellement sur la répartition des avantages de l'association monétaire entre les Etats belge et luxembourgeois, et sur le droit d'émission du Luxembourg.

En théorie, la politique monétaire a toujours relevé de la compétence exclusive des autorités de chaque pays. En pratique, en raison des liens étroits entre les marchés financiers des deux pays, les taux en francs belge et luxembourgeois sont identiques, exception faite de différences provenant de la fiscalité, et sont guidés par la politique de la Banque Nationale de Belgique. La politique de change, par contre, a été considérée dès le départ comme une matière commune, et la réglementation de change introduite après la Deuxième Guerre mondiale pour contrôler les mouvements de capitaux a été établie par un institut dans lequel les deux pays sont représentés : l'Institut Belgo-Luxembourgeois du Change (IBLC).

Dans ce contexte de politique monétaire et de change commune, les décideurs n'avaient pas besoin d'informations sur les transactions entre la Belgique et le Luxembourg. La première balance des paiements établie en 1948 suivant les directives du FMI ne couvrait que les transactions de l'Union économique belgo-luxembourgeoise avec le reste du monde. Par ailleurs, l'économie luxembourgeoise n'était pas assez grande pour affecter de manière significative l'analyse de la balance des paiements, importante notamment pour le suivi de la compétitivité de la Belgique.

La question des contributions respectives des Etats au compte courant de l'UEBL ne fut soulevée qu'après que le Luxembourg fut parvenu à diversifier son économie en direction du secteur des services, notamment du secteur financier, et eut commencé à jouer un rôle dans les échanges internationaux de services et les transactions financières, sans commune mesure avec sa taille. A plusieurs reprises, des informations erronées ont circulé selon lesquelles l'excédent courant de l'UEBL serait dû pour la plus grande partie au secteur financier luxembourgeois, sans qu'une réfutation chiffrée à l'appui soit possible.

¹ P. Jaans, Le statut du franc luxembourgeois, dans « La question monétaire au Luxembourg », Editions d'Letzeburger Land, Luxembourg, 1985.

Le besoin d'informations sur les comptes courants de chaque Etat a été fortement stimulé par l'article 109 J du Traité de Maastricht, relatif aux critères de convergence. Cet article, qui précise que « Les rapports de la Commission et de l'IME tiennent également compte de ... la situation et de l'évolution des balances des paiements courants... », a directement incité les autorités belges et luxembourgeoises à prendre les mesures nécessaires à l'établissement de comptes courants séparés.

La loi du 2 janvier 1991 avait déjà confié à l'IBLC une mission purement statistique, après la suppression totale de la réglementation de change au mois de mars 1990. Un nouveau système de déclaration était nécessaire, puisque le système basé sur l'ancien contrôle des changes devait être allégé et adapté à la nouvelle édition du Manuel de la balance des paiements du FMI. Le 23 novembre 1993, le Conseil de l'IBLC a décidé d'introduire dans le nouveau système de déclaration qui est entré en vigueur en janvier 1995, l'obligation pour les résidents belges et luxembourgeois de déclarer à l'IBLC leurs transactions courantes avec les résidents de l'autre Etat¹.

II. COMMENT LES BALANCES SEPARÉES SONT-ELLES ÉTABLIES ?

L'obligation de déclaration imposée aux résidents belges et luxembourgeois ne peut pas garantir l'obtention de statistiques fiables sur les opérations courantes de chaque Etat. Les résultats de l'année 1995, disponibles au printemps de 1996, présentaient en effet des distorsions et d'importantes lacunes. Un groupe de travail composé d'experts de l'institut de statistiques luxembourgeois, le STATEC – chargé d'établir la balance des paiements du Luxembourg –, de l'Institut Monétaire Luxembourgeois, de l'IBLC, et de la Banque, a étudié la possibilité d'améliorer de façon structurelle la qualité des données. Les choix effectués en conformité avec les nouveaux concepts du FMI ont, dans certains cas, eu une incidence sur la méthodologie du compte courant de l'UEBL. Le surplus a été corrigé à la baisse de 37 milliards, suite aux modifications méthodologiques adoptées. Les problèmes rencontrés et les solutions retenues sont présentées ci-après. Le tableau ci-joint permet

de mesurer l'influence de ces modifications sur les résultats par rubrique.

1. Les déséquilibres dans la déclaration

Étant donné que les résidents belges et luxembourgeois déclarent les opérations effectuées avec le pays partenaire, les opérations au sein de l'UEBL doivent en principe être équilibrées : les transactions comptabilisées au poste crédit de la balance de la Belgique avec le Luxembourg doivent correspondre exactement aux transactions comptabilisées au poste débit de la balance du Luxembourg avec la Belgique, et inversement. Ainsi, un paiement effectué à partir du Luxembourg, et déclaré par une entreprise belge à l'IBLC comme une exportation de biens, doit être déclaré par le client luxembourgeois comme une importation de biens, à la même date, et pour un montant équivalent. En réalité, ce n'est pas toujours le cas, loin s'en faut. Des déséquilibres parfois importants ont été constatés dans presque toutes les rubriques de la balance intra-UEBL.

Retrouver les causes de ces déséquilibres n'était pas aisé, dans la mesure où les résidents ne doivent pas signaler à l'IBLC la contrepartie de la transaction. Le rapport entre le mandant du paiement et le bénéficiaire ne peut donc pas être établi. De plus, les économies belge et luxembourgeoise sont fort intégrées. Les agents belges et luxembourgeois sont parfois difficiles à distinguer sur le plan juridique, et de ce fait, les banques ont souvent comptabilisé erronément des transactions.

¹ S'il s'agit d'un paiement effectué par des résidents belges via le système bancaire belge, les banques se chargent de l'enregistrement, sur la base des informations fournies par le client au sujet du motif de paiement. Si le paiement a lieu d'une autre manière – par règlement, par compensation de dettes, ou via un compte au Luxembourg ou à l'étranger – le résident est tenu de déclarer directement cette opération à l'IBLC, pour autant qu'il s'agisse d'une opération effectuée dans le cadre d'une activité professionnelle. Les comptes des résidents luxembourgeois dans le système bancaire belge ont reçu le statut de comptes étrangers. Les transferts de liquidités entre ces comptes et ceux de résidents belges doivent donc aussi être déclarés à l'IBLC, s'il s'agit d'opérations courantes. Toutes les dispositions précitées s'appliquent aussi mutatis mutandis aux résidents luxembourgeois. Les modifications apportées, qui étaient considérables, ont été acceptées assez facilement par les banques et les autres résidents, notamment parce que les modalités de déclaration s'inscrivaient parfaitement dans le cadre de la déclaration des transactions de l'UEBL avec le reste du monde.

INCIDENCE DES ADAPTATIONS METHODOLOGIQUES SUR LE COMPTE COURANT DE L'UEBL EN 1995¹

(milliards de francs)

	Recettes	Dépenses	Solde	Motif
Opérations courantes	- 1.217	- 1.181	- 37	
Biens	- 185	- 167	- 18	Elimination de transactions communiquées par erreur, classées, en termes nets, sous la rubrique négoce international Luxembourg : correction sur la base des statistiques du commerce extérieur Luxembourg : transferts des produits d'accises dans la rubrique déplacements à l'étranger
Services	- 40	- 33	- 7	
Déplacements à l'étranger ..	21	4	18	Luxembourg : ajout des produits d'accises
Services d'assurance	- 41	- 32	- 10	Réassurance : imputation d'une partie des primes et des indemnisations dans les transferts Assurances-vie : imputation d'une part plus importante des primes aux opérations financières pour le Luxembourg Réassurance et assurances-vie : utilisation de données extérieures pour les primes perçues au Luxembourg
Autres services commerciaux	- 3	- 5	2	Luxembourg : ajout des opérations avec les institutions européennes (sur la base de la balance des paiements d'Eurostat)
Services publics, n.c.a.	- 17	...	- 18	Luxembourg : omission des opérations déclarées avec les institutions européennes
Revenus	- 1.045	- 1.055	10	
Revenus du travail	19	27	- 8	Enregistrement en brut sur la base de sources extérieures
Revenus de placements et d'investissements	- 1.064	- 1.082	18	Estimations sur la base des positions extérieures nettes au lieu des chiffres déclarés
Transferts courants	53	74	- 21	
Transferts publics	17	5	13	Enregistrement des prestations sociales luxembourgeoises Enregistrement des impôts et cotisations sociales (cf. contrepartie de l'enregistrement brut des revenus du travail)
Transferts des autres secteurs	36	69	- 33	Réassurance : contrepartie de l'estimation des services d'assurance (partie des primes et des indemnisations)

Source : BNB.

¹ Modifications par rapport à la présentation du compte courant dans l'article « Balance des paiements de l'UEBL en 1995 » paru dans la Revue économique de mai 1996.

Le déséquilibre du compte de marchandises, dans lequel de multiples transactions avec de nombreux agents différents sont comptabilisées, n'a pu être traité que sur une base macroéconomique ou sectorielle. Le groupe de travail a donc décidé de considérer uniquement les importations déclarées par les deux pays. Dans un système basé sur la déclaration des flux de paiements, le motif du paiement est dans la plupart des cas plus transparent du côté des importations que du côté des exportations, grâce à l'ordre de paiement donné à la banque. Les

exportations de la Belgique vers le Luxembourg correspondent donc par définition aux importations en provenance de Belgique déclarées par le Luxembourg, et inversement.

En ce qui concerne les prestations de services, les déséquilibres étaient généralement plus faibles. Il s'agissait souvent de déclarations erronées qui pouvaient être décelées et corrigées.

Le déséquilibre était aussi très important dans la rubrique revenus de placements et d'in-

vestissements, sans doute parce que les transactions effectuées en billets échappent au système de déclaration. Le montant manquant a donc été estimé. Comme presque aucun indicateur n'était disponible, une nouvelle méthode a été adoptée pour calculer les flux de revenus avec l'étranger. Les revenus de capitaux perçus et versés sont désormais évalués en appliquant un rendement moyen sur les encours des avoirs et engagements de la Belgique et du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger¹, en fonction de la nature, du terme et de la devise dans laquelle sont libellés les titres de créances ou de dettes.

Cette méthode se justifie également pour d'autres raisons. Les versements déclarés à l'IBLC comme revenus perçus et versés présentent manifestement d'importantes lacunes, même pour l'UEBL dans son ensemble, dans la mesure où certaines institutions financières ne satisfaisaient pas encore à l'obligation de déclaration. Cette méthode a déjà été utilisée pour corriger les chiffres déclarés pour l'année 1995 pour l'UEBL. Les résultats ainsi obtenus se rapprochent par ailleurs de la définition du Manuel de la balance des paiements du FMI, selon lequel les revenus d'intérêt doivent être enregistrés « on an accrual basis », c'est-à-dire au cours de la période où ils ont été générés, qu'ils aient ou non été effectivement perçus, comme dans les comptes nationaux².

Tous les déséquilibres n'ont pas pu être supprimés, mais ce n'est pas exceptionnel. Des incohérences peuvent être observées dans toutes les balances des paiements bilatérales, sans qu'il faille y accorder trop de portée. D'ailleurs, les différences qui subsistent sont très faibles. Pour l'ensemble du solde courant, cet écart ne représente que 3,5 milliards de francs pour l'année 1995.

2. Transactions inférieures au seuil de déclaration de 350.000 francs

Afin d'alléger la charge liée à la déclaration pour les résidents, la nature de la transaction ne doit plus être indiquée, conformément aux règles de l'IBLC, pour les petites transactions, c'est-à-dire celles d'un montant inférieur à 350.000 francs. Le montant total déclaré de ces opérations, qui est plus important pour le Luxembourg que pour la Belgique, a dès lors

été ventilé mois par mois entre les différentes rubriques du compte courant selon des clés de répartition. Pour les transactions que la Belgique et le Luxembourg effectuent avec les pays tiers, ces clés ont été calculées sur la base des données relatives à 1992 et 1993, lorsque ce seuil de déclaration n'était pas encore en vigueur. Pour les transactions effectuées à l'intérieur de l'UEBL, cela n'a pas été possible car elles ne devaient pas être communiquées dans le passé. C'est pourquoi, pour les « petites transactions » dans les échanges intra-UEBL déclarées par le Luxembourg, la clé de répartition luxembourgeoise relative aux opérations avec les pays tiers a été appliquée. On est parti du principe que la clé luxembourgeoise avec les pays tiers est plus représentative pour la répartition des transactions intra-UEBL que la clé belge. Dès lors, les « petites transactions » intra-UEBL de la balance du Luxembourg ont été enregistrées dans la balance des paiements de la Belgique en inversant les crédits et les débits. De cette manière, le déséquilibre pour les « petites transactions » a pu être éliminé.

3. Transactions en billets

Les transactions réglées au moyen de billets de banque échappent au système de déclaration et font donc l'objet d'une estimation. D'ordinaire, les banques, en communiquant les données relatives aux demandes et renvois de coupures étrangères fournissent l'ordre de grandeur du total des transactions réglées en billets. Comme le franc belge a cours légal au Luxembourg, un problème spécifique s'est toutefois posé. Les coupures libellées en franc belge qui sont utilisées au Luxembourg par des Belges, par exemple pour le tourisme, sont incorporées dans la circulation monétaire luxembourgeoise et ne sont donc pas nécessairement renvoyées en Belgique. Inversement, les dépenses en billets de résidents luxembourgeois, par exemple à la suite du paiement de coupons, peuvent avoir pour contrepartie une diminution de la circulation monétaire au Luxembourg. Les mouvements de billets entre la Belgique et le Luxembourg

¹ Voir l'article « Position extérieure nette de la Belgique de 1981 à 1994 », Banque Nationale de Belgique, Revue économique, mai 1996.

² Les bénéfices réinvestis des investisseurs directs n'ont toutefois pas encore été repris dans la balance des paiements.

ne fournissent donc pas une indication exacte des transactions réglées en billets. C'est pourquoi d'autres indicateurs sont nécessaires.

Une solution indirecte a été trouvée pour la plupart des rubriques dont les recettes ou dépenses ont été déterminées ou confrontées à d'autres sources. Tel a été par exemple le cas pour les opérations sur marchandises et les revenus du capital dont il a été question ci-dessus. Finalement, une estimation n'a semblé nécessaire que pour les déplacements à l'étranger et, plus précisément, pour les achats par des Belges de biens frappés de taux d'accises moins élevés au Luxembourg. A cet effet, il est possible de recourir aux estimations que le STATEC produit pour établir les comptes nationaux sur la base de divers indicateurs tels que la vente de carburant aux frontières, le nombre d'excursionnistes au Luxembourg, etc.

4. Comparaison avec d'autres sources

Après les ajustements des diverses rubriques des comptes courants en vue de remédier aux lacunes mentionnées ci-dessus, les résultats ont été comparés à d'autres données statistiques afin de déterminer s'ils sont compatibles avec l'information disponible par ailleurs, notamment la valeur ajoutée et l'emploi dans les différentes branches. Un système qui s'appuie sur l'enregistrement des flux de paiement n'est en effet pas toujours en mesure de refléter les transactions économiques sous-jacentes dans leur totalité. Par conséquent, des ajustements méthodologiques se sont imposés pour plusieurs rubriques.

Biens et déplacements à l'étranger

Une comparaison des exportations et importations enregistrées dans la balance des paiements avec les données du commerce extérieur pour le Luxembourg a fait ressortir un écart positif, tant du côté des importations que des exportations. Pour une faible part, cet écart trouve son origine dans les achats et ventes de métaux rares autres que l'or indûment imputés comme transactions de biens. L'écart restant n'a pas encore reçu d'explication satisfaisante. Une hypothèse est que certaines sociétés luxembourgeoises jouent un rôle d'intermédiaire dans le paiement de transactions sur marchandises entre pays tiers, pour lesquels le système bancaire

luxembourgeois comptabilise simultanément un débit et un crédit. En attendant les résultats d'une enquête plus approfondie, un montant forfaitaire a été déduit des exportations et importations du Luxembourg. Pour la Belgique, l'écart est négatif, les flux de paiements étant inférieurs aux enregistrements du commerce extérieur. La comparaison avec le commerce extérieur est toutefois beaucoup plus complexe pour la Belgique que pour le Luxembourg, en raison notamment des flux commerciaux plus importants, du rôle des centres de coordination dans les paiements de marchandises, et des aspects multiples du travail à façon qui est enregistré pour sa valeur nette dans la balance des paiements et brute dans le commerce extérieur. Un groupe de travail spécial se penche actuellement sur ce problème; en attendant le rapport de ce groupe, il a été décidé de laisser les importations et exportations inchangées pour la Belgique.

Enfin, les ventes de biens aux touristes ont été retirées du compte de marchandises pour être placées dans la rubrique déplacements à l'étranger, selon la méthodologie du FMI. Ces transactions sont surtout importantes pour le Luxembourg en raison des droits d'accises réduits sur l'alcool, le tabac et les carburants.

Services d'assurance

Dans la présentation antérieure du compte courant de l'UEBL pour 1995¹, l'enregistrement des services d'assurance a été substantiellement modifié pour le conformer à la nouvelle méthodologie de la cinquième édition du Manuel de la balance des paiements du FMI. Seule la partie des primes versées et perçues, qui est censée correspondre aux services prestés, a été reprise dans les échanges de services. Le reste des primes, ainsi que les indemnités versées ou perçues, ont été reprises dans les transferts courants, s'il s'agit d'assurances sur fret et d'autres assurances directes, ou dans le compte financier pour les assurances-vie.

A cette règle générale, la méthodologie du FMI fait une seule exception: en matière de réassurance, compte tenu de la nature spécifique des opérations, toutes les primes perçues et ver-

¹ Revue économique de la Banque, mai 1996.

sées, ainsi que les indemnisations, sont simplement enregistrées dans les échanges de services.

Cette dernière règle n'est actuellement pas suivie. D'abord, il convient de distinguer les sociétés de réassurance dites « captives » des sociétés de réassurance classiques. Au Luxembourg, les captives ont connu un grand essor ces dernières années. La législation luxembourgeoise autorise en effet que les primes versées à des fins de réassurance puissent être réservées au Grand-Duché avec un statut fiscal attrayant. Différents conglomerats étrangers ont dès lors créé de telles captives ces dernières années, auprès desquelles l'assureur des différentes entreprises du groupe – en général une société d'assurance ordinaire – est contractuellement tenu de se réassurer. De cette manière, une partie importante des primes d'assurance – pour des risques qui sont souvent très spécifiques, et donc difficiles à assurer – est gardée au sein du groupe, et les entreprises (le plus souvent de grandes multinationales) peuvent être leur propre assureur tout en bénéficiant d'avantages fiscaux.

Comme, d'une part, ces activités s'apparentent de près à des transactions financières et que, d'autre part, la balance des paiements veut refléter aussi fidèlement que possible la réalité économique, une méthodologie spécifique a été développée. Les transactions qui découlent de ces activités de réassurance, forment un ensemble très complexe. En effet, une partie des primes qui sont versées aux captives de réassurance est reversée par ces dernières à une compagnie de réassurance classique à l'étranger pour couvrir la partie du risque que le groupe ne veut pas auto-assurer. Le versement d'indemnisations comporte évidemment un mouvement en sens inverse. Pour de telles transactions qui correspondent réellement à une opération de réassurance, dans lesquelles le Luxembourg sert seulement de plaque tournante et comptabilise donc des recettes et des dépenses considérables sans qu'une valeur ajoutée ne soit créée dans l'économie, l'incidence sur le solde courant est neutralisée. Les primes perçues et ultérieurement rétrocédées par les captives luxembourgeoises, ainsi que les indemnisations, sont comptabilisées aussi bien du côté des recettes que du côté des dépenses comme des transferts courants. Par conséquent, les flux bruts de transferts courants sont gonflés, mais le solde reste inchangé.

De plus, conformément à la procédure déjà suivie pour les autres types d'assurances, seule une partie des primes versées et perçues est enregistrée comme une prestation de service pour les transactions relatives aux réassurances, tandis que la partie restante, ainsi que les indemnisations versées et perçues, ont été comptabilisées dans les transferts courants ou dans les opérations financières, selon qu'il s'agit de réassurance classique ou d'opérations effectuées par des captives.

Enfin, les paiements déclarés à l'IBLC semblaient comporter une sous-estimation des primes perçues par le Luxembourg pour les opérations d'assurances-vie et pour les opérations des captives de réassurance, ainsi que des commissions sur ces opérations cédées à l'étranger. Dès lors, ces paiements ont été complétés sur la base d'informations provenant de sources externes.

Autres services commerciaux

Une comparaison des services prestés par les résidents luxembourgeois aux organismes européens établis au Luxembourg avec d'autres sources a mis en lumière une surestimation d'un montant net de 7,5 milliards. En outre, ces services ont été indûment repris dans la rubrique des services publics non compris ailleurs. Cette dernière rubrique a par conséquent diminué en net de 18,1 milliards et la rubrique autres services commerciaux s'est accrue d'un montant net de 10,6 milliards.

Revenus du travail

La vérification au moyen de sources externes des paiements enregistrés dans la rubrique revenus du travail a révélé que les chiffres repris dans la balance des paiements ne semblaient pas correspondre à la réalité. A cet égard, deux explications peuvent être invoquées. D'une part, l'enregistrement erroné dans la balance des paiements résultait partiellement d'erreurs commises lors du recensement. D'autre part, l'enregistrement des revenus du travail dans la balance des paiements ne correspondait pas non plus à la méthodologie du FMI parce qu'ils n'étaient pas enregistrés sur une base brute, c'est-à-dire avant d'éventuels prélèvements de cotisations à la sécurité sociale et d'impôts. Ces derniers doivent en contrepartie être enregistrés dans les trans-

ferts courants. Dans la pratique, toutefois, les versements de l'employeur à l'employé ne concernent en général que les salaires nets. Comme le système de déclaration ne relève que les flux de paiement, les revenus du travail sont dès lors enregistrés sur une base nette, sans contrepartie dans les transferts.

Afin de corriger cet enregistrement inexact, les flux de paiement ont été remplacés par des données provenant de sources externes. Le STATEC luxembourgeois a organisé une enquête à cet effet auprès des institutions internationales ayant leur siège au Luxembourg. En outre, on a recouru aux données des comptes nationaux où – sur la base de données relatives au nombre de travailleurs frontaliers groupés par nationalité, d'une estimation du salaire moyen et des taux de cotisation par pays – une estimation des flux de revenus a été effectuée. Pour la Belgique, une méthode semblable a été adoptée pour le travail frontalier. Pour les institutions européennes implantées en Belgique, des données provenant de la répartition géographique de la balance des paiements des institutions européennes publiées par Eurostat ont été utilisées.

De cette manière, la méthodologie du FMI a pu être appliquée tant pour ce qui concerne les revenus du travail proprement dits que pour les comptabilisations compensatoires dans les transferts courants. L'ajustement de la procédure comporte des implications non seulement pour les comptes courants séparés de la Belgique et du Luxembourg, mais aussi pour le solde courant de l'UEBL. Cette incidence n'est pas négligeable car les chiffres rapportés ont fait apparaître une sous-estimation des revenus au titre du travail frontalier au Luxembourg. La nouvelle procédure a dès lors sensiblement gonflé les revenus du travail versés à l'étranger, ce qui a

causé une nette diminution du solde courant du Luxembourg, et, par extension, du solde courant de l'UEBL.

Transferts courants

La rubrique des transferts courants a été affectée dans trois domaines par les modifications méthodologiques. Deux d'entre elles constituent le pendant des modifications signalées ci-dessus dans d'autres rubriques du compte courant, à savoir dans les rubriques assurances et revenus du travail. Pour les assurances, elles ont trait plus précisément à l'enregistrement comme transferts d'une partie des primes versées et perçues en matière de réassurance et d'indemnités versées et perçues. De plus, la révision de la comptabilisation des primes et indemnités perçues et reversées par les captives luxembourgeoises a également eu une incidence sensible sur cette rubrique. Pour les revenus du travail, il s'agit des cotisations à la sécurité sociale.

En outre, il ressort des données disponibles pour le Luxembourg que les chiffres rapportés dans le système de collecte des données de la balance des paiements en matière de prestations sociales (pensions, allocations de maladie et d'invalidité, etc.) – qui doivent être comptabilisés dans les transferts courants – contiennent une sous-estimation sensible. Les chiffres luxembourgeois pour les transferts courants ont dès lors été adaptés sur la base de ces sources externes. Comme de telles données ne sont pas disponibles pour la Belgique, une correction analogue n'a pu être apportée. Les chiffres de la Belgique, en ce qui concerne les échanges intra-UEBL, ont néanmoins été ajustés à partir des données luxembourgeoises.

LA POLITIQUE MONETAIRE UNIQUE EN PHASE III DE L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE – DEFINITION DU CADRE OPERATIONNEL

Le 10 janvier 1997, l'Institut monétaire européen (IME) a publié un rapport sur la préparation des instruments et des procédures nécessaires à la conduite de la politique monétaire unique durant la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM). Le présent article résume les lignes de force de ce rapport. Le rapport lui-même, qui a été traduit en français et en néerlandais, peut être obtenu auprès du Service Documentation de la BNB, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (téléphone : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.30.42).

1. LES TRAVAUX PREPARATOIRES DE L'IME SUR LA POLITIQUE MONETAIRE UNIQUE

Conformément à l'article 7 de ses statuts, l'IME est tenu d'établir chaque année un rapport sur l'adaptation des instruments de politique monétaire et la préparation des procédures nécessaires à la conduite de la politique monétaire unique durant la phase III de l'UEM. En outre, l'article 109f(3) du traité instituant la Communauté européenne (le « Traité ») fait obligation à l'IME de définir, au plus tard le 31 décembre 1996, le cadre réglementaire, organisationnel et logistique devant permettre au Système européen de banques centrales (SEBC) de remplir ses fonctions au cours de la phase III. Le SEBC sera composé de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) des Etats membres de l'UE. Avec la publication du présent rapport, l'IME a pour objectif de fournir des informations sur les aspects opérationnels de la politique monétaire présentant un intérêt pour le public et pour les contreparties des banques centrales.

Les travaux préparatoires de l'IME progressent conformément au calendrier, de sorte que la phase de conception est désormais achevée pour tous les principaux domaines concernés. Les banques centrales nationales et l'IME doivent maintenant faire en sorte que toutes les options décrites dans le présent rapport soient définies dans tous leurs détails, mises au point et testées en temps voulu. Après la décision du Conseil européen, qui se réunira au début de 1998 au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement, désignant les Etats membres qui remplissent les conditions requises pour adopter l'euro, le SEBC

et la BCE seront mis en place. Le cadre opérationnel, dûment préparé par l'IME, sera soumis pour décision à la BCE. Durant le reste de l'année 1998, le SEBC se préparera à exercer pleinement ses compétences. Le SEBC conduira la politique monétaire unique à compter du 1^{er} janvier 1999.

L'IME a l'intention de publier, au cours de l'année 1997, d'autres documents ayant trait à la définition du cadre opérationnel du SEBC pour la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Il s'agit notamment de documents concernant les travaux préparatoires dans les domaines de la stratégie de politique monétaire, des instruments et procédures de politique monétaire, de TARGET et des systèmes de règlement de titres.

2. ASPECTS STRATEGIQUES DE LA POLITIQUE MONETAIRE UNIQUE

Le Traité dispose que l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Dans la poursuite de cet objectif final, le SEBC devra concevoir une stratégie de politique monétaire. L'IME a examiné cinq stratégies (objectif de taux de change, ancrage des taux d'intérêt, objectif de revenu national nominal, objectif d'expansion monétaire, stratégie fondée sur une cible directe d'inflation) susceptibles d'être recommandées au SEBC. Prenant en compte un certain nombre de principes directeurs (efficacité, responsabilité, transparence, orientation à moyen terme, continuité et cohérence avec l'indépendance du SEBC) et considérant l'environnement qui devrait prévaloir dans la zone euro, la liste des stratégies envisageables a été ramenée au nombre de

deux : une stratégie d'objectifs intermédiaires monétaires et une stratégie fondée sur une cible directe d'inflation.

Si, dans leurs formes pures, les stratégies d'objectifs intermédiaires monétaires ou celles fondées sur une cible directe d'inflation présentent de nettes différences au niveau théorique, leur application dans différents pays a montré qu'il existe plusieurs variantes empruntant des éléments aux deux stratégies. En outre, l'ensemble des banques centrales ayant adopté l'une ou l'autre de ces stratégies suivent l'évolution de toute une série, généralement similaire, de variables économiques et financières qui leur servent d'indicateurs pour déterminer l'orientation de la politique monétaire. L'IME n'estime pas possible, ni nécessaire, de formuler, à ce stade, de recommandation précise quant à la stratégie à privilégier pour adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

Quelle que soit la stratégie choisie en matière de politique monétaire, un certain nombre d'éléments-clés ont été recensés qu'elle devra obligatoirement intégrer, indépendamment de sa nature. Ces éléments sont une définition quantifiée de l'objectif final de stabilité des prix et des cibles spécifiques à l'aune desquelles les résultats obtenus par le SEBC quant au respect de l'objectif pourront être évalués ; une politique de communication permettant au SEBC d'expliquer sa stratégie au public ; la possibilité de recourir à une large gamme de variables-indicateurs servant à l'évaluation des risques pour la future stabilité des prix ; des données détaillées sur les agrégats monétaires de la zone euro ; enfin, des outils permettant d'établir des prévisions en matière d'inflation et d'autres variables économiques représentatives de la zone euro.

L'IME et les banques centrales nationales ont entrepris des travaux préparatoires pour faire en sorte que le SEBC dispose de l'infrastructure statistique et analytique qui lui permettra de mener l'une ou l'autre des stratégies évoquées ci-dessus.

3. MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE

Pour la mise en œuvre de sa stratégie de politique monétaire, le SEBC devra s'appuyer

sur une série d'instruments et de procédures de politique monétaire qui, combinés, constitueront son cadre opérationnel. Ce cadre doit permettre au SEBC de contrôler efficacement son objectif opérationnel, normalement un taux d'intérêt à court terme. Il devrait donner la possibilité de fournir des signaux, suffisamment précis et différenciés, quant aux intentions de politique monétaire. Il devrait, en outre, permettre de satisfaire le besoin de refinancement, d'absorber des surplus de liquidités et d'influencer la position structurelle du secteur bancaire vis-à-vis du SEBC. Il serait également souhaitable que ce cadre opérationnel contribue à la maîtrise des agrégats monétaires, qu'il permette de tirer une information adéquate des évolutions du marché et qu'il contribue au bon fonctionnement du système de paiement. Outre le fait qu'il doit permettre de mener à bien les fonctions précitées, le choix du cadre opérationnel a été guidé par les principes généraux suivants : conformité aux principes de marché, égalité de traitement, simplicité et le meilleur rapport coût-efficacité, décentralisation, continuité, harmonisation et conformité avec le processus de décision du SEBC.

3.1 Instruments et procédures

Le Conseil de l'IME a défini une palette d'instruments de politique monétaire qui seront mis à la disposition du SEBC. Le SEBC devrait essentiellement avoir recours à des opérations d'open market, mais il proposera également deux facilités permanentes. En outre, des travaux sont actuellement en cours pour mettre au point un dispositif permettant à la BCE d'appliquer des réserves obligatoires.

Le SEBC disposera de quatre types d'opérations d'open market : les principales opérations de refinancement (prises en pension et prêts garantis destinés à allouer des liquidités sur une base régulière avec une fréquence hebdomadaire et à échéance de deux semaines) ; des opérations de refinancement à plus long terme (opérations de prise en pension et de prêts garantis réalisées sur une base mensuelle et à échéance de trois mois destinées à assurer une part limitée du volume global de refinancement) ; opérations de réglage fin (adaptées aux circonstances du moment et aux objectifs spé-

cifiques de gestion de la situation de liquidité sur le marché ou de pilotage des taux d'intérêt); et enfin des opérations de nature structurelle (destinées à modifier durablement la position de liquidité du secteur bancaire vis-à-vis du SEBC).

Deux facilités permanentes permettront de fournir (dans le cas de la facilité de prêt marginal) ou de retirer (dans le cas de la facilité de dépôt) de la liquidité au jour le jour. Ces facilités permettront d'encadrer les taux du marché au jour le jour et les taux d'intérêt qui leur seront attachés constitueront une indication de l'orientation générale de la politique monétaire.

Parmi ces instruments sera également disponible un système de réserves obligatoires qui pourra servir à stabiliser les taux du marché monétaire, à faire naître ou à accentuer un besoin structurel de liquidités sur ce marché et à concourir éventuellement à la maîtrise de la croissance monétaire. L'IME entreprend actuellement les travaux techniques préparatoires nécessaires pour que la BCE puisse utiliser cet instrument.

3.2 Contreparties et garanties éligibles

Afin de garantir l'unicité de la politique monétaire et l'égalité des conditions de concurrence pour les contreparties dans l'ensemble de la zone euro, l'IME a défini des critères d'éligibilité communs, tant pour les contreparties que pour les garanties qui seront utilisées par ces contreparties dans le cadre de leurs opérations avec le SEBC. L'option d'ouvrir un accès à distance aux opérations de politique monétaire, qui permettrait à des contreparties dans la zone euro d'avoir directement accès aux opérations d'une banque centrale nationale sans être implantées dans le territoire relevant de cette institution, n'a, en revanche, pas été retenue à ce stade.

Il est envisagé qu'un instrument juridique approprié déterminera les conditions uniformes régissant la participation d'un large éventail de contreparties aux opérations d'open market et aux facilités permanentes du SEBC. Un champ large de contreparties éligibles est compatible avec le principe d'une exécution déconcentrée des opérations de politique monétaire du SEBC; cela renforcera l'efficacité de la politique monétaire et l'égalité de traitement et facilitera le

bon fonctionnement du système de paiement. Ce n'est que dans le cas des opérations de réglage fin que le souci d'efficacité opérationnelle peut plaider pour traiter avec un champ limité de contreparties.

Le Traité stipule que tous les concours consentis par le SEBC devront être assortis de garanties appropriées. En ce qui concerne le choix effectif des garanties éligibles aux refinancements du SEBC, deux sortes de listes seront établies. Toutes deux comprendront des titres publics et des garanties privées qui, en général, seront éligibles dans l'ensemble de la zone euro. La liste de niveau 1 sera constituée de titres négociables répondant à des critères d'éligibilité uniformes pour l'ensemble de la zone euro, tels que définis par la BCE. En outre, cette liste inclura les éventuels certificats de dette émis par le SEBC. Cette liste sera établie par la BCE qui en assurera la mise à jour. La liste de niveau 2 comprendra des garanties additionnelles, négociables ou non, que les banques centrales nationales estimeront particulièrement importantes pour leurs marchés de capitaux et secteurs bancaires nationaux. Conformément aux lignes directrices émises par la BCE, les banques centrales nationales établiront et mettront à jour des listes nationales de garanties éligibles de niveau 2. L'ensemble de ces listes permettra le recours à une large gamme de garanties, ce qui est également souhaitable pour le bon fonctionnement des systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (RTGS) et de TARGET. Toutes ces listes seront rendues publiques.

3.3 Interventions de change

Outre les interventions sur le marché monétaire, le SEBC aura également la possibilité de réaliser des interventions de change. A cette fin, le SEBC utilisera les avoirs de réserve transférés et mis en commun par les banques centrales nationales à la BCE.

Un mécanisme de change est actuellement en cours d'élaboration au titre de la future coopération en matière de politique de change entre les Etats membres participant à la zone euro et les autres pays de l'UE. Dans ce contexte, les interventions devraient servir d'instrument de soutien, conjointement avec d'autres mesures,

notamment des décisions appropriées de politique budgétaire et monétaire propices à la convergence économique et à la stabilité des changes au sein de l'UE.

Des travaux préparatoires sont menés à la fois par l'IME et les banques centrales nationales de sorte que la BCE soit en mesure de recourir soit à un mode opératoire centralisé, soit à un mode décentralisé pour la conduite de ses interventions de change. Quel que soit le mode d'organisation retenu, le choix des contreparties s'effectuera selon une approche uniforme, fondée, pour l'essentiel, sur les critères de prudence et d'efficacité. La gamme de contreparties potentielles sera assez vaste et diversifiée pour garantir la souplesse requise dans la conduite des interventions de change du SEBC.

4. DISPOSITIFS DE SOUTIEN DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE

4.1 *Les statistiques pour l'ensemble de la zone*

En vertu du Traité, la BCE doit collecter, avec l'assistance des banques centrales nationales, les informations statistiques nécessaires à la conduite de la politique monétaire unique. Etant donné que les objectifs du SEBC sont similaires à ceux actuellement poursuivis par les banques centrales nationales de l'UE, les impératifs en matière statistique pour la zone euro correspondent largement aux statistiques nationales aujourd'hui disponibles. Toutefois, l'élaboration d'agrégats couvrant la zone euro appelle une harmonisation des définitions et pratiques nationales et il conviendra d'effectuer une consolidation appropriée pour rendre compte des flux transfrontaliers. L'IME a assuré, en consultation avec la Commission européenne lorsque cela s'est avéré nécessaire, la préparation des obligations statistiques pour la zone euro, ce qui a donné lieu à la publication d'un document distinct en juillet 1996.

4.2 *Un système de paiement transfrontalier (TARGET)*

Afin de favoriser l'intégration du marché monétaire et, partant, l'unicité de la politique

monétaire, l'IME et les banques centrales nationales s'emploient actuellement à mettre au point un système interbancaire de fonds, intitulé TARGET, qui sera en mesure de traiter des paiements transfrontaliers libellés en euro sans plus de difficulté que s'il s'agissait de paiements intérieurs. L'IME a déjà publié plusieurs documents relatifs au système TARGET. Ce système réalisera l'interconnexion des systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (RTGS) que les banques centrales nationales sont convenues de mettre en place dans leurs pays respectifs.

La participation aux systèmes nationaux de règlement brut en temps réel sera déterminée par les banques centrales nationales. Afin d'éviter des entraves à l'efficacité de la conduite de la politique monétaire unique, un certain degré d'harmonisation des caractéristiques des systèmes nationaux de règlement brut en temps réel au sein de la zone euro sera réalisé sur trois plans : fourniture de liquidités intrajournalières, horaires de fonctionnement et politique de tarification.

Il se peut que, pour un participant quelconque, à un moment donné de la journée, la valeur des ordres de paiement transmis par l'intermédiaire de TARGET soit supérieure à la valeur des ordres de paiement reçus. Afin de parer à l'insuffisance de liquidités en résultant qui risquerait de retarder le règlement, les banques centrales nationales fourniront des liquidités intrajournalières, soit en autorisant les participants à utiliser leurs réserves constituées auprès d'elles, soit en leur consentant des crédits intrajournaliers. En fin de journée, les participants aux systèmes de règlement brut en temps réel dans la zone euro qui sont des contreparties éligibles aux opérations de politique monétaire du SEBC auront la possibilité de tirer sur la facilité de prêt marginal auprès de leur banque centrale nationale afin de niveler la position de leurs comptes. Les banques centrales nationales des Etats membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro mais qui sont néanmoins susceptibles d'être connectées à TARGET n'auront pas la possibilité de consentir des crédits « overnight » en euro aux participants au système de règlement brut en temps réel dans leur pays. Les options relatives à la fourniture, par les BCN des Etats membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, de liquidités intrajournalières en euro à ces participants sont encore en dis-

cussion. Des mécanismes sont en cours d'élaboration afin d'empêcher que, dans l'éventualité où des crédits intrajournaliers seraient consentis à des BCN n'appartenant pas à la zone euro, ceux-ci ne se transforment en crédits « overnight ».

Les BCN mettent actuellement au point une méthode de calcul commune afin que les coûts de traitement des paiements soient, dans la mesure du possible, convenablement attribués et pour éviter une concurrence déloyale entre les BCN et d'autres dispositifs de paiement. On s'efforcera également de parvenir à des principes de tarification pour TARGET qui ne nuisent pas à l'efficacité de la conduite de la politique monétaire unique.

Pour ce qui est des horaires de fonctionnement, une harmonisation, sur la base des heures d'ouverture les plus longues actuellement en vigueur dans l'UE, permettra d'élargir la plage horaire commune entre TARGET et les systèmes de paiement des principales places financières d'Amérique du Nord et d'Extrême-Orient.

4.3 Les systèmes de règlement de titres

Les procédures de règlement de titres devront faire en sorte qu'aucune liquidité ne soit fournie par le SEBC avant le transfert irrévocable

des garanties éligibles et ce, également sur une base intrajournalière. L'irrévocabilité en cours de journée pourra être obtenue par le biais de différents mécanismes opérationnels et les BCN choisiront, parmi diverses options, la solution la plus appropriée sur la base des infrastructures existantes. Le SEBC utilisera les mêmes listes de supports éligibles de niveau 1 et 2 en garantie des opérations d'open market et des crédits de fin de journée et intrajournaliers.

Pour renforcer l'efficacité de la politique monétaire unique et assurer une égalité de traitement entre les contreparties du SEBC, il sera possible d'utiliser des garanties éligibles domiciliées dans un autre Etat membre de la zone euro pour des opérations de refinancement, tout comme pour des crédits intrajournaliers consentis par la BCN du pays d'implantation. Des liens directs entre les dépositaires centraux de titres dans les Etats membres de l'UE constitueront un moyen de faciliter cette utilisation transfrontalière de créances éligibles. Toutefois, de tels liens ne recouvrent pas encore l'ensemble du territoire de l'UE et leur développement demandera peut-être un temps considérable. Dès lors, les BCN et l'IME préparent actuellement deux modèles pour l'utilisation transfrontalière de garanties en vertu desquels les BCN font office de banques correspondantes l'une envers l'autre (avec ou sans apport d'une garantie).

COMMUNICATIONS

1. BILLETS DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

Emission d'un nouveau billet de 1000 francs, type « Permeke »

Depuis le 24 avril 1997, la Banque Nationale de Belgique procède à l'émission d'une nouvelle coupure de 1000 francs, dédiée à Constant Permeke, peintre expressionniste de l'entre-deux-guerres. C'est le quatrième billet de la nouvelle série consacrée à des Belges qui ont marqué l'art du XX^e 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 K. Ponsaers et V. Boland et celle du verso à K. Ponsaers et N. Paquot; le portrait de Constant Permeke a été gravé par P. Vouez.

Tous les billets de la nouvelle série mesurent 76 mm de haut, tout comme les billets précédents. Par contre, la longueur des billets est fonction de leur valeur nominale et est, pour ce billet, de 154 mm.



Le papier de coton du billet de 1000 francs est blanc et orné, dans la zone centrale non imprimée, d'un filigrane à l'effigie de Constant Permeke. En filigrane également, la signature du peintre. Le fil de sécurité ressort à certains endroits du verso sous la forme d'une ligne argentée discontinuée. Par transparence, on distingue la mention « 1000 F » en minuscules caractères sur toute la longueur de ce fil. Sous un rayonnement ultraviolet, on voit apparaître sur chaque face des fibres rouges, vertes et bleues disséminées dans le papier, et le fil de sécurité est bleuté.

Au recto, le portrait de Constant Permeke imprimé en taille-douce à l'encre brune, constitue le motif principal. Sur l'épaule droite du peintre apparaît sa signature. A droite, dans les tons bruns et ocre, une embarcation à voiles navigue sur un canal bordé d'arbres.

La valeur en chiffres est imprimée horizontalement en taille-douce, en haut à droite, dans des nuances brun foncé et rouille. Immédiatement à gauche de ces chiffres se trouve un rectangle de couleur brune, imprimé également en taille-douce, qui comporte le chiffre 1000 en image latente, c'est-à-dire n'apparaissant qu'à la lumière frissante.

La valeur en lettres, en néerlandais sur cette face, apparaît verticalement le long du bord gauche. Au-dessus de cette mention « DUIZEND FRANK », c'est-à-dire dans le coin supérieur gauche du billet, un bâtonnet horizontal, suivi de deux bâtonnets verticaux, tous trois en relief, permettent l'identification de la valeur du billet par les aveugles.

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

Le verso, tout en nuances ocres, brunes et vertes, évoque l'œuvre de Constant Permeke. Il représente à gauche, un paysan couché dans un champ de blé avec, en toile de fond, les toits

d'un village et à droite, les silhouettes d'une maison villageoise, de meules et de gerbes de blé.

La valeur en lettres, en français et en allemand sur cette face — « MILLE FRANCS, TAUSEND FRANKEN » — est imprimée verticalement le long du bord gauche. A l'exception des numéros imprimés en typographie, toute cette face est imprimée en offset. Sous un rayonnement ultraviolet, les parties gauches et droites du billet ressortent nettement en vert et jaune et s'ajoutent à la fluorescence des fibres du papier et du fil.

Les anciens billets de 1000 francs du type « Grétry » seront progressivement remplacés par les nouveaux billets « Permeke »; ils n'auront plus cours légal à partir du 15 décembre 1997.

2. POLITIQUE MONETAIRE

Règlement des crédits « overnight » et intrajournaliers

Le 23 septembre 1996, un nouveau règlement est entré en vigueur qui définit les modalités d'octroi des crédits overnight et intrajournaliers par la Banque aux établissements de crédit et autres établissements participant aux opérations du marché monétaire et des capitaux. Il régit également la gestion des sûretés garantissant le remboursement des crédits consentis. Ci-après, seuls les points principaux de ce règlement sont exposés. Le règlement complet peut être obtenu auprès du service Back Office de la BNB, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (téléphone : 02/221.20.92 ; fax : 02/221.31.05).

Crédits overnight

La Banque peut consentir en faveur des établissements de crédit et d'autres établissements qui participent aux opérations du marché monétaire et des capitaux, établis en UEBL, des crédits overnight utilisables sous la forme d'avances en compte courant. Ces crédits en franc belge sont destinés à financer les soldes débiteurs présentés par les comptes courants des institutions bénéficiaires,

après la clôture du système de clearing de titres et du système de règlement brut en temps réel pour les gros montants (ELLIPS).

Sur la base des critères qu'elle détermine, la Banque octroie à chaque bénéficiaire une ligne de crédit overnight. A concurrence du montant maximal de cette ligne de crédit, chaque bénéficiaire peut demander une ouverture de crédit overnight, qui lui permettra de prélever des avances au taux des avances à l'intérieur de la ligne de crédit overnight. Chaque bénéficiaire a de plus le droit de demander une possibilité d'utilisation de crédit overnight dont le montant est supérieur à sa ligne de crédit overnight. La différence positive entre la possibilité d'utilisation de crédit overnight demandée et la ligne de crédit overnight fixée par la Banque, est dénommée facilité de crédit overnight. Le prélèvement de facilités de crédit overnight se fait au taux des avances hors ligne de crédit overnight. En résumé, la possibilité d'utilisation de crédit overnight comprend toujours une ouverture de crédit overnight plus éventuellement une facilité de crédit overnight.

La possibilité d'utilisation de crédit overnight doit être garantie de façon permanente, soit par la réservation d'une valeur suffisante de titres dans le système de clearing sur lesquels porte le privilège légal de la Banque comme le prévoit l'article 15 de la loi organique de la Banque, soit par la constitution de gages spéciaux suffisants, soit par une combinaison des ces deux techniques de garantie. Dans des cas exceptionnels, la Banque peut exiger le recours à toute autre forme de sûretés. La quotité prêtable des sûretés est égale à 95 p.c de la valeur de marché ou, le cas échéant, de la valeur boursière des titres.

Chaque institution bénéficiaire fixe librement le montant de sa possibilité d'utilisation de crédit overnight. A cette fin, elle en communique le montant, ainsi que chaque modification ultérieure, au service Back Office de la Banque, au plus tard à 12.00 h du jour ouvrable qui précède le jour du prélèvement de l'avance.

Les avances portent intérêt aux taux que la Banque affiche pour ce type de crédit et qu'elle peut modifier à tout moment en fonction de l'évolution des marchés financiers ou des impératifs de la politique monétaire. Les intérêts,

payables au jour le jour, sont calculés selon la formule suivante :

$$\text{montant emprunté} \times (i / 100) \times (n / 365)$$

où *i* représente le taux d'intérêt annuel et *n* le nombre de jours calendrier compris entre la date de l'avance (incluse) et le jour ouvrable bancaire suivant (non inclus).

Crédits intrajournaliers

La Banque peut consentir à tout établissement participant à ELLIPS des crédits intrajournaliers utilisables sous la forme d'avances en compte courant. Ces crédits en franc belge sont destinés à financer les positions débitrices intrajournalières présentées par les comptes courants des institutions bénéficiaires.

Le Conseil d'Administration d'ELLIPS fixe le plafond global du crédit intrajournalier souhaité pour le système ELLIPS en entier selon les règles décrites dans le règlement ELLIPS.

Chaque bénéficiaire d'un crédit intrajournalier dispose d'une ligne de crédit intrajournalier auprès de la Banque, qui correspond à la somme de l'ouverture de crédit overnight et de la part que l'établissement reçoit dans le supplément de crédit intrajournalier. Cette ligne de crédit est le montant maximum de crédit intrajournalier que le bénéficiaire peut utiliser en cours de journée jusqu'à la clôture d'ELLIPS.

Afin d'assurer une bonne fluidité des paiements, tout participant doit maintenir en permanence dans le système de clearing de la Banque une valeur prêtable minimale de titres détenus pour compte propre. Au-delà de ce minimum chaque participant a le droit de limiter sa ligne de crédit intrajournalier utilisable.

Le crédit intrajournalier doit être garanti de façon permanente par la réservation d'une valeur suffisante de titres propres dans le système de clearing sur lesquels porte le privilège légal de la Banque, ou par le recours à toute autre forme de sûretés que la Banque peut exiger dans des cas exceptionnels. La quotité prêtable des titres est fixée à 95 p.c. de la valeur de marché des titres, calculée journalièrement par le système de clearing.

La Banque ne compte pas d'intérêt pour l'utilisation du crédit intrajournalier.

Sûretés

Tant pour la réservation dans le système de clearing que pour la constitution de gages spéciaux, les sûretés admises doivent avoir pour objet des titres émis par :

- l'Etat belge ;
- l'Etat luxembourgeois ;
- des autorités publiques régionales ou locales belges ou luxembourgeoises ;
- des établissements publics dont les engagements sont garantis par l'Etat belge ou luxembourgeois ;
- des institutions financières internationales auxquelles l'Etat belge ou l'Etat luxembourgeois sont parties prenantes.

Ces titres doivent être libellés en francs belges ou luxembourgeois et être cotés à une Bourse de valeurs mobilières belge ou luxembourgeoise ou effectivement négociés sur les marchés monétaire ou des capitaux belges ou luxembourgeois. La Banque détermine de façon discrétionnaire les catégories de titres répondant à ce dernier critère.

Les titres admis en gage peuvent revêtir la forme :

- de titres au porteur ;
- d'inscriptions nominatives dans le grand-livre de la dette de l'Etat belge ;
- de titres dématérialisés de la dette publique belge.

Le bénéficiaire d'une possibilité de crédit overnight qui désire déposer un gage spécial est tenu de constituer ce gage spécial préalablement à tout prélèvement et au plus tard le jour bancaire ouvrable précédant le jour de la disposition de l'avance.

Emission de certificats de dépôt par la Banque Nationale de Belgique

Le 25 novembre 1996, la Banque a diffusé le communiqué suivant :

En vertu de l'arrêté royal du 18 octobre 1996, les plus-values réalisées par la Banque

suite à des arbitrages d'actifs en or contre devises peuvent être affectées au remboursement de la dette de l'Etat en devises. De plus, la Banque peut émettre des certificats de dépôt dématérialisés afin de poursuivre une politique monétaire inchangée.

Ceci permet à la Banque de contribuer de manière significative à la diminution de la dette en devises de l'Etat belge et de céder en même temps au Grand-Duché de Luxembourg sa part dans la plus-value sur or, le tout pour un montant total de 230 milliards de BEF. Cette opération n'a pas de répercussion sur le solde net à financer de l'Etat; la diminution de la charge d'intérêt de l'Etat est compensée par la disparition des recettes non fiscales qui revenaient à l'Etat comme revenu des placements des avoirs en devises constituant la contrepartie de la « Réserve indisponible de plus-values sur or ».

Dans ce cadre, la Banque diminuera à concurrence de 230 milliards l'encours de ses créances à terme en devises étrangères résultant des contrats conclus contre francs avec les institutions financières.

La Banque a conclu une convention avec les 15 Primary Dealers, qui souscriront pour 230 milliards de BEF de certificats de dépôt. L'échéance finale des certificats de dépôt est fixée au 31 décembre 1998, c'est-à-dire la veille de la transition attendue vers l'UEM. Il a également été convenu que deux séries de titres d'emprunt seront émises, chacune de BEF 115 milliards, à taux variable tous les 2 et 4 mois respectivement. Cette formule met en évidence le caractère spécifique des titres. De la sorte, toute confusion est évitée avec des titres d'emprunt émis par l'Etat belge, confusion qui aurait été possible si les deux types de titres avaient eu la même durée.

Toutes les opérations s'échelonnent sur une période de 3 à 4 semaines commençant le 25 novembre 1996. Par solde, l'ensemble de l'opération n'a d'influence ni sur la rubrique monnaies étrangères du bilan de la Banque, ni sur la liquidité du marché monétaire. Au passif de la Banque, le montant de la réserve indisponible de plus-values sur or diminuera progressivement au profit d'une nouvelle rubrique « Certificats de la Banque ».

Les titres d'emprunt prendront la forme de certificats de dépôt dématérialisés qui seront inscrits dans le système de liquidation X/N de la Banque. Seules les personnes exonérées de précompte mobilier dans ce système peuvent acquérir les titres en propriété, les recevoir en gage et exécuter des opérations. Ces titres d'emprunt peuvent être négociés librement sur le marché secondaire, dans le respect de toutes les dispositions légales et réglementaires en vigueur. Ils sont acceptés par la Banque comme nantissement pour les avances et les avances à terme fixe, ainsi que dans les cessions-rétrocessions (repo).

3. MECANISME DE TAUX DE CHANGE DU SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN

Rentrée de la lire italienne dans le mécanisme de taux de change du Système monétaire européen, le 25 novembre 1996

A la suite de la décision prise par le gouvernement italien de renouer avec les obligations d'intervention du mécanisme de taux de change du Système monétaire européen, les ministres et les gouverneurs des banques centrales des Etats membres de l'Union européenne ont arrêté d'un commun accord, suivant une procédure associant la Commission et l'Institut monétaire européen, et après consultation avec le Comité monétaire, les conditions dans lesquelles ces obligations d'intervention relatives à la lire italienne, suspendues depuis le 17 septembre 1992, recommenceront à s'appliquer à partir du 25 novembre 1996.

Les ministres, les gouverneurs, la Commission et l'Institut monétaire européen saluent chaleureusement la rentrée de la lire dans le mécanisme de taux de change, qui renforcera le Système monétaire européen. Ils félicitent les autorités italiennes pour l'ajustement substantiel déjà réalisé par l'économie italienne et qui se reflète dans cette décision.

Les autorités italiennes s'engagent, à cet égard, à intensifier leurs efforts pour parachever

l'ajustement de leur économie. Ces efforts ont été reflétés récemment dans les propositions budgétaires pour 1997.

Les ministres et les gouverneurs des banques centrales sont convenus que le nouveau taux central de la lire devrait être de 1906,48 pour un Ecu. Les taux centraux bilatéraux de la lire par rapport aux autres devises du mécanisme de taux de change, arrondis à six chiffres significatifs, seront :

1000 ITL = BEF	20,8337
DKK	3,85294
DEM	1,01010
ESP	85,9311
FRF	3,38773
IEP	0,418944
LUF	20,8337
NLG	1,13811
ATS	7,10655
PTE	103,541
FIM	3,07071

Les marges de fluctuation actuelles de 15 p.c. seront respectées autour de ces taux centraux bilatéraux. Tous les autres taux centraux bilatéraux et taux d'intervention au sein du mécanisme de taux de change restent inchangés. La décision relative à la lire n'a pas de conséquences agri-monétaires.

Les points d'intervention obligatoires dans le mécanisme de taux de change sont communiqués par les banques centrales en temps utile pour l'ouverture des marchés des devises le 25 novembre 1996. Par rapport au franc belge ces points d'intervention sont établis comme suit :

1000 ITL = BEF	24,1920
	(taux d'intervention supérieur)
	17,9417
	(taux d'intervention inférieur)

4. COMMISSARIAT GENERAL A L'EURO

Le 22 novembre 1996, le Conseil des Ministres a institué un Commissariat général à l'euro. La mission du Commissariat général à l'euro est double. Il doit non seulement coor-

donner et stimuler les initiatives prises par les secteurs privé et public pour assurer l'introduction de la monnaie unique mais également veiller à la cohérence des décisions afin d'éviter que les acteurs concernés ne prennent des options contradictoires. A cette fin, le Commissariat favorisera l'échange des informations et des idées entre ces différents acteurs sans pour autant se substituer aux organes de concertation et aux centres de décision existants.

La structure du Commissariat comporte quatre niveaux :

Le *commissariat général* lui-même qui constitue la structure permanente de coordination pour le passage à l'euro. Il est présidé par Monsieur Guy Quaden, Commissaire général à l'euro, assisté d'un Commissaire général adjoint, Monsieur Jan Michielsens, ainsi que d'un staff permanent de cinq cadres de la Banque. Le Commissaire est responsable du fonctionnement du Commissariat général à l'euro et préside à la fois le *Steering group* et la Réunion plénière. Il fera régulièrement rapport au Premier Ministre ainsi qu'aux ministres des Finances et de l'Economie.

Le *Steering group* est composé de représentants des ministères des Finances, de l'Economie et des Affaires sociales ainsi que du Service fédéral d'information. Il suit les problèmes liés à l'introduction de l'euro, formule des avis en la matière et coordonne et supervise les groupes de travail.

La *réunion plénière*, qui agit comme les « états généraux » pour le passage à la monnaie unique, est une structure ouverte où siègent des représentants de tous les secteurs, organisations, institutions et administrations qui contribueront à la réussite du passage à l'euro. Cette assemblée jouera un rôle important en favorisant l'échange d'idées et la formulation de suggestions. Elle se réunira chaque fois que le besoin s'en fera sentir. Les différents groupes de travail viendront y présenter leurs rapports et les Ministres de l'Economie et des Finances, les mesures et les textes légaux qu'ils auront préparés.

Les *groupes de travail* auront un rôle important pour garantir l'introduction efficace de l'euro dans tous les secteurs de l'économie. Ils seront constitués et se réuniront en fonction des

besoins des différents secteurs. Quatre groupes centraux ont été créés qui couvrent respectivement le secteur financier, les administrations publiques, le secteur non financier et la communication. Ces groupes resteront actifs durant toute la période de transition vers l'euro. Au sein de ces groupes centraux des sous-groupes temporaires ou permanents seront établis afin d'approfondir certains aspects particuliers du processus de transition.

Le Commissariat général à l'euro peut être contacté à l'adresse suivante : Boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (téléphone : 02/221.33.42 ; fax : 02/221.31.53).

5. FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL

Nouveaux accords d'emprunt

Le 27 janvier 1997 le Fonds monétaire international (FMI) a diffusé le communiqué suivant :

Le Conseil d'administration du FMI a adopté une décision sur les Nouveaux accords d'emprunt (NAE). Cette décision fait suite à l'accord intervenu entre les 25 participants potentiels aux NAE sur les termes et conditions auxquelles ils acceptent de consentir des prêts au FMI lorsqu'il sera nécessaire de compléter ses ressources ordinaires pour prévenir ou pallier un dysfonctionnement du système monétaire international, ou pour faire face à une situation exceptionnelle en menaçant la stabilité. Le montant des crédits mis ainsi à la disposition du FMI au titre des NAE s'élèvera au maximum à 34 milliards de DTS (47 milliards de dollars).

Les NAE entreront en vigueur, pour une durée de cinq ans renouvelable, lorsqu'ils auront été approuvés par un nombre de participants potentiels dont les accords de crédit représentent au moins 28,9 milliards de DTS (40 milliards de dollars) et parmi lesquels devront notamment figurer les cinq Etats membres ou institutions dont les accords de crédit sont les plus élevés.

Les participants aux NAE sont les pays ou institutions suivants : Arabie Saoudite, Australie, Autorité monétaire de Hong Kong, Autriche, Banque nationale suisse, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Deutsche Bundesbank, Espagne, Etats-Unis, Finlande, France, Italie, Japon, Koweït, Luxembourg, Malaisie, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Singapour, Sveriges Riksbank et Thaïlande. Les Etats membres ou institutions autres que les 25 participants potentiels énumérés ci-dessus peuvent être admis à participer aux NAE à l'occasion d'un renouvellement de ces accords avec l'assentiment du FMI et d'un nombre de participants dont les accords de crédit représentent 80 p.c. du total de ces accords. De nouveaux participants pourront toujours être acceptés par voie de modification des NAE adoptée par une décision du FMI et avec l'assentiment d'un nombre de participants dont les accords de crédit représentent 85 p.c. du total de ces accords.

Historique

Au sommet de Halifax, au Canada, en juin 1995, le G-7 avait invité le G-10 et les pays ayant la capacité financière de soutenir le système monétaire international à concevoir un mécanisme de financement qui permettrait de doubler, le plus tôt possible, les montants disponibles au titre des Accords généraux d'emprunt (AGE). Après la révision des AGE par le Conseil d'administration du FMI en juillet 1995, et suite aux rencontres entre le G-10 et d'autres pays, le Comité intérimaire du FMI a demandé, lors de sa réunion de septembre 1996 à Washington, aux participants potentiels et au Conseil d'administration d'achever rapidement les travaux sur ce dossier.

Rapports avec les Accords généraux d'emprunt

Les NAE ne remplacent pas les Accords généraux d'emprunt qui restent en vigueur, mais constituent la facilité principale et de premier recours au cas où le FMI aurait besoin d'un complément de ressources. Le montant disponible au titre des AGE est maintenu à 17 milliards de DTS (24 milliards de dollars), plus 1,5 milliard de DTS (2 milliards de dollars) en vertu de l'accord associé avec l'Arabie Saoudite. Comme indiqué précédemment, le montant disponible au titre des NAE s'élèvera au maximum à 34 milliards de DTS ; ce plafond sera aussi celui

qui s'appliquera au montant disponible cumulé au titre des NAE et des AGE. Les participants aux AGE et les montants (en milliards de DTS) des accords de crédit sont les suivants : Etats-Unis (4,3), Deutsche Bundesbank (2,4), Japon (2,1), France (1,7), Royaume-Uni (1,7), Italie (1,1), Banque nationale suisse (1,0), Canada (0,9), Pays-Bas (0,9), Belgique (0,6) et Sveriges Riksbank (0,4). L'accord associé avec l'Arabie Saoudite porte sur un montant de 1,5 milliard de DTS.

Utilisation des crédits

Les crédits disponibles dans le cadre des NAE peuvent être utilisés en faveur de pays participants ou non participants dans des conditions analogues à celles envisagées dans les AGE, sauf que, dans le cas des pays non participants, le Directeur général doit estimer, après consultation, que les ressources ordinaires du FMI sont insuffisantes.

Réunion des participants

Les participants potentiels sont convenus de se réunir une fois par an à l'occasion de l'Assemblée annuelle du FMI pour discuter de questions ayant trait aux NAE, en examinant notamment l'évolution de la situation macro-économique et des marchés des capitaux et en particulier les aspects de cette évolution susceptibles d'avoir des répercussions sur la stabilité du système financier et de mettre éventuellement le FMI dans la nécessité de mobiliser des ressources supplémentaires. La présidence du groupe des participants aux NAE sera occupée par roulement annuel selon l'ordre alphabétique anglais. Le secrétariat sera assuré, sous la direction du Président, par les services centraux du FMI.

6. INSTITUT MONETAIRE EUROPEEN

Rapport sur les progrès de la convergence en 1996

En novembre 1996, l'IME a publié un rapport intitulé « Les progrès de la convergence en 1996 ». Ce rapport est le premier présenté

par l'IME conformément à l'article 109 j(1) du Traité sur l'Union européenne.

Il examine, d'une part, si l'on est parvenu à un degré suffisant de convergence durable et, d'autre part, si les obligations de caractère statutaire auxquelles doivent satisfaire les banques centrales nationales pour devenir partie intégrante du Système européen de banques centrales, sont remplies; ces obligations concernent en particulier l'indépendance des banques centrales. Au total, le rapport arrive à la conclusion qu'actuellement la majorité des Etats membres ne respecte pas les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique.

Ce rapport, qui a été traduit en français et en néerlandais, peut être obtenu auprès du service Documentation de la Banque Nationale de Belgique, Boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (téléphone : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.30.42).

Sélection des maquettes des billets de banque libellés en euro

A l'occasion de la réunion du Conseil européen à Dublin, le Conseil de l'IME a fait part, le 13 décembre 1996, de son choix d'une série de maquettes pour les futurs billets de banque libellés en euro et a diffusé le communiqué suivant :

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée au titre de la préparation de la troisième phase de l'Union économique et monétaire (UEM), le Conseil de l'IME a choisi les maquettes des sept coupures de la série des billets libellés en euro (5, 10, 20, 50, 100, 200 et 500 euro).

1. Le mode de sélection

La sélection des maquettes marque la fin du processus de sélection, qui comportait huit étapes principales.

Etape 1 Le choix des thèmes

Au début de 1995, un certain nombre d'historiens d'art, d'experts en conception gra-

phique et de spécialistes en marketing ont été réunis au sein d'un groupe consultatif. Il a été demandé à ses membres, qui représentaient les quinze Etats membres, de soumettre un avis au Conseil de l'IME sur les thèmes qui pourraient figurer sur les billets en euro.

A partir des travaux effectués par le groupe consultatif, le Conseil de l'IME a retenu, en juin 1995, deux thèmes pour les maquettes :

- premièrement, un thème « spécifique », illustrant les « Epoques et styles en Europe » et évoquant l'héritage culturel de l'Europe. Chaque billet comporterait un motif représentant chacune des périodes de l'histoire de la culture européenne (styles classique, roman, gothique, Renaissance, baroque et rococo, l'architecture utilisant le fer et le verre, l'architecture moderne du 20^e siècle) ;
- deuxièmement, un thème consistant en un dessin moderne ou abstrait.

Etape 2 Le choix des signes de sécurité

En janvier 1996, le Conseil de l'IME a arrêté des spécifications techniques précises, comprenant notamment toute une série de signes de sécurité modernes — reconnaissables à l'œil nu ou détectables uniquement à l'aide de machines — qui devaient être incorporés dans chaque coupure de la gamme des billets en euro pour aider à lutter contre la contrefaçon.

Etape 3 Le choix des signes destinés à faciliter l'utilisation des billets par les aveugles et les malvoyants

Afin que les aveugles et les malvoyants puissent reconnaître plus facilement la valeur faciale de chaque billet,

- les sept coupures ont des dimensions différentes ;
- on a attribué à chaque coupure une couleur dominante différenciée ;
- la valeur faciale de chaque coupure est indiquée par des chiffres très visibles et facilement lisibles, positionnés toujours au même endroit sur les deux faces de chaque billet ;
- chaque coupure est munie de signes tactiles spéciaux (effet relief de l'impression).

Etape 4 La sélection des graphistes

Un concours pour le choix des maquettes de la série de billets en euro a été lancé le 12 février 1996 et clos le 13 septembre 1996. Ne pouvaient y participer que des graphistes ou équipes de graphistes confirmés, que les banques centrales nationales avaient sélectionnés, chacune d'entre elles pouvant désigner jusqu'à trois participants. Les graphistes ou équipes de graphistes sélectionnés devaient justifier d'une grande expérience dans le domaine de la conception des billets et posséder une bonne connaissance de toutes les questions techniques connexes. Quelque trente graphistes ou équipes de graphistes ont été retenus pour participer au concours.

Il a été demandé aux participants de concevoir, dans la mesure du possible, des maquettes dont le graphisme permettrait de reconnaître facilement l'origine européenne des billets et qui aurait de bonnes chances d'être accepté par les citoyens européens. Les graphistes pouvaient choisir librement les motifs des maquettes, mais ils devaient éviter toute « connotation de genre » (accent masculin ou féminin trop marqué) ou toute déviation en faveur d'un pays en particulier.

Etape 5 La remise des maquettes et le respect de l'anonymat

Au total, les graphistes ont remis vingt-sept séries de maquettes consacrées au thème « Epoques et styles en Europe » et dix-sept séries réalisées sur le thème abstrait/moderne. Tout d'abord, les banques centrales nationales qui avaient désigné les graphistes ou équipes de graphistes ont examiné si toutes les maquettes étaient imprimables. Elles les ont ensuite envoyées à un notaire de Francfort, qui devait veiller à ce que les maquettes ne portent aucune mention permettant d'identifier le graphiste ou la banque centrale nationale qui les avait transmises, afin que la sélection des projets graphiques, lors des étapes suivantes, se fasse en toute impartialité.

Etape 6 La présélection opérée par un jury composé d'experts indépendants

Les 26 et 27 septembre 1996, un jury composé d'experts en marketing, publicité, graphis-

me et histoire de l'art a examiné les maquettes. Choisis par le président de l'IME, les membres du jury jouissaient d'une indépendance totale vis-à-vis des banques centrales. L'acceptabilité par le public, le caractère fonctionnel et l'esthétique ont été les principaux critères qui ont guidé le choix du jury. Conformément au mandat que lui avait conféré l'IME, le jury a présélectionné cinq séries complètes de maquettes sur le thème « Epoque et styles en Europe » et cinq sur le thème abstrait/moderne.

Etape 7 Le sondage d'opinion sur les maquettes présélectionnées

En octobre 1996, l'Institut EOS Gallup Europe a effectué un sondage auprès du public, dans quatorze Etats membres de l'UE, au sujet des séries de maquettes présélectionnées, qui avaient été réparties en deux groupes. Il a interrogé un échantillon de deux mille personnes environ, déterminé avec soin; le sondage a concerné le public ainsi que les « professionnels » (à savoir les personnes qui manipulent régulièrement des quantités importantes de billets dans l'exercice de leur profession — comme par exemple les commerçants, les caissiers des banques et les chauffeurs de taxi).

Etape 8 La sélection par le Conseil de l'IME

Le 3 décembre 1996, le Conseil de l'IME a choisi une série de maquettes parmi les dix séries présélectionnées, en tenant compte de l'avis émis par le jury, des résultats du sondage d'opinion et des observations d'ordre technique concernant l'imprimabilité des maquettes, faites par le groupe de travail de l'IME sur l'impression et l'émission d'un billet de banque européen. Le président de l'IME a fait part officiellement de ce choix au Conseil européen lors de sa réunion à Dublin, les 13 et 14 décembre 1996.

2. La poursuite des travaux

A partir de la maquette sélectionnée pour chacune des sept coupures de la gamme des billets en euro, l'IME va engager les travaux portant sur la transformation des maquettes en billets imprimables. Le graphiste sélectionné participera à ce travail qui consistera à modifier, en tant que de besoin, les maquettes afin de permettre la fabrication des billets et l'incorporation

de signes de sécurité améliorés, si des progrès technologiques ont été réalisés d'ici à 1998.

En 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE choisira les maquettes finales et lancera la fabrication des billets en euro. La date exacte de leur mise en circulation sera annoncée avant le 1^{er} janvier 1999.

Rapport sur les systèmes de règlement de titres dans l'Union européenne

Le 20 février 1997, l'IME a publié un rapport sur les systèmes de règlement de titres dans l'Union européenne et sur les implications de l'introduction de la politique monétaire unique et du nouveau mécanisme de paiement (le système TARGET) sur ces systèmes. Le rapport, intitulé « Les systèmes de règlement de titres dans l'UE — questions relatives à la phase III de l'UEM » et rédigé par le Groupe de travail sur les systèmes de paiement de l'UE, examine en détail les textes relatifs aux systèmes de règlement de titres déjà repris dans le rapport intitulé « La politique monétaire unique en phase III — définition du cadre opérationnel », publié par l'IME le 10 janvier 1997.

Ce rapport traite de trois sujets importants.

Premièrement, le rapport donne une description comparée des systèmes de règlement de titres dans l'Union européenne et des dépositaires centraux de titres utilisés par les banques centrales pour le règlement des opérations de politique monétaire et des opérations de crédit intrajournalières des systèmes de paiement. Pour compléter les détails déjà repris dans le « Livre bleu » de l'IME (« Systèmes de paiement dans l'Union européenne »), publié en avril 1996, des données additionnelles sont reprises en annexe. Le rapport constate qu'il existe des différences significatives entre les systèmes nationaux dans des domaines tels que la fréquence des cycles de règlement, l'approche de la livraison contre paiement et l'étendue des liens avec les systèmes étrangers pour le règlement des transactions transfrontalières.

Deuxièmement, le rapport examine la manière selon laquelle les opérations des banques centrales seront exécutées dans la phase III et les conséquences de celle-ci pour les systèmes

de règlement de titres. Malgré la diversité des systèmes existants, le rapport conclut que des changements importants ne sont ni réalisables ni nécessaires avant le démarrage de la phase III pour faire en sorte que les opérations des banques centrales puissent être réglées en toute sécurité et de manière efficace.

La plupart des opérations comporteront des transferts de titres, utilisés comme garantie pour les crédits octroyés par les banques centrales. Ceux-ci seront réglés à l'aide des systèmes de paiement actuels ou par des dépositaires centraux (nationaux ou internationaux) de titres ou, dans certains cas, dans les livres de comptes de la banque centrale par le biais d'un transfert d'un compte de pré-dépôt de titres. Certaines opérations, celles relatives à TARGET incluses, devront être réglées avant la fin de la journée durant laquelle elles ont eu lieu et, par conséquent, les systèmes de règlement seront tenus de prévoir des transferts intrajournaliers définitifs; comme alternative, les contreparties pourraient déposer ou livrer à l'avance des titres à la banque centrale. Le rapport souligne que les banques centrales n'octroieront, en aucun cas, des crédits avant d'avoir reçu une garantie définitive. Les horaires de fonctionnement des systèmes de règlement de titres ou des dépositaires centraux devront sans doute être adaptés, au moins pour tenir compte des 11 heures ouvrables prévues pour TARGET. A ce sujet, des travaux sont en cours auxquels participent les dépositaires centraux de titres.

Une liste des types d'actifs susceptibles d'être utilisés par les contreparties dans les opérations de politique monétaire a déjà été publiée dans le « Rapport sur le cadre opérationnel ». Ceux-ci consisteront principalement (mais pas exclusivement) en des titres négociables publics et privés, pourvu qu'ils soient libellés en euro, émis par des entités domiciliées dans l'Espace économique européen et déposés dans un pays participant à l'UEM. Les types d'actifs pouvant servir de garantie pour les crédits intrajournaliers seront les mêmes que ceux pouvant être utilisés pour les opérations de politique monétaire. L'utilisation d'une seule liste contribuera à simplifier les procédures opératoires pour les banques centrales ainsi que pour leurs contreparties.

Pour terminer, le rapport décrit les nouvelles procédures qui seront mises en œuvre par

toutes les banques centrales qui participeront à l'UEM afin de permettre aux contreparties d'obtenir du crédit de leur banque centrale nationale contre des actifs admis détenus hors de leur propre pays (notamment chez un autre dépositaire central national ou international de titres). Dans la plupart des cas, la banque centrale du pays dans lequel l'actif est détenu, servira de conservateur pour garantie prise par la banque centrale accordant le crédit. Cette approche a reçu l'appellation de « Modèle de la banque centrale correspondante ». Dans certains cas, la banque centrale du pays où l'actif est détenu peut aussi (ou comme alternative) fournir une garantie à la banque centrale qui octroie le prêt. Cette deuxième approche a été appelée le « Modèle de garantie ».

L'IME a entamé des discussions avec les dépositaires centraux de titres nationaux et internationaux concernant la mesure dans laquelle leurs liens actuels et futurs pourraient permettre aux banques centrales d'accepter des garanties domiciliées à l'étranger. Ces discussions continueront durant l'année 1997.

L'IME et les banques centrales de l'UE considéreront également au cours de 1997 avec plus de détail les risques découlant de ces liens et d'autres aspects du règlement de titres ainsi que l'éventuelle nécessité d'harmoniser les procédures de règlement. Ce travail constituera le fondement des nouvelles normes minimales que les dépositaires centraux nationaux et internationaux devront respecter.

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

La politique monétaire unique en phase III – aspects stratégiques de la politique monétaire du SEBC

L'Institut Monétaire Européen (IME) a publié, le 27 février 1997, un rapport sur la stratégie de politique monétaire du Système Européen de Banques Centrales (SEBC) en phase III de l'Union monétaire. Ce rapport, intitulé « The Single Monetary Policy in Stage Three : Elements of the monetary strategy of the ESCB », a été

conçu avec l'appui du Sous-comité de politique monétaire de l'IME. Il développe en détail l'information relative à la stratégie de politique monétaire du SEBC incluse dans le rapport « La politique monétaire unique en phase III - Définition du cadre opérationnel », publié le 10 janvier 1997 par l'IME (voir aussi l'article à ce sujet dans la présente Revue).

Le rapport indique clairement qu'il reviendra au SEBC lui-même de décider de la stratégie à suivre en phase III, conformément à son statut indépendant et en tenant compte de la structure économique et financière qui prévaudra dans la zone euro. Néanmoins, l'IME a la tâche importante de préparer cette décision en comparant les stratégies que le SEBC pourrait adopter et en garantissant que l'infrastructure technique nécessaire pour poursuivre efficacement les stratégies de politique monétaire sera disponible dès le lancement de la phase III.

Le rapport établit d'abord le cadre de la sélection d'une stratégie de politique monétaire dans la phase III. Il présente plusieurs principes généraux qui devraient orienter l'évaluation de différentes stratégies de politique monétaire et examine l'environnement économique et financier probable dans la phase III, la situation spécifique du SEBC au début de la phase III et les liens existant entre le choix d'une stratégie et celui des instruments et procédures de politique monétaire.

Le rapport passe ensuite en revue différentes stratégies de politique monétaire qui pourraient être adoptées par le SEBC. Seules deux d'entre elles, à savoir le ciblage monétaire et le ciblage direct de l'inflation, sont considérées comme susceptibles d'intéresser le SEBC, et le rapport se concentre donc sur l'évaluation de celles-ci.

Le rapport démontre qu'il n'est pas nécessaire, à ce stade, de se prononcer pour une stratégie ou pour l'autre. Il note qu'en pratique les deux stratégies partagent plusieurs points communs et identifie cinq éléments essentiels qui seraient utiles à toute stratégie de politique monétaire du SEBC.

Outre l'analyse concernant le choix de la stratégie, le rapport se penche également sur certains aspects touchant à la mise en œuvre

d'une stratégie de politique monétaire. Ceux-ci concernent la détermination des objectifs, la réaction de la Banque centrale face aux déviations par rapport aux objectifs, la communication avec le public et l'infrastructure statistique et analytique. Enfin, le rapport identifie quelques domaines qui doivent encore faire l'objet de travaux au sein de l'IME avant la constitution du SEBC.

En Belgique, ce rapport est distribué par la Banque Nationale de Belgique, service Documentation, Boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (téléphone : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.30.42).

Rapport annuel 1996 de l'Institut Monétaire Européen

Le 15 avril 1997, l'IME a publié son Rapport annuel pour 1996. Ce rapport décrit en premier lieu la situation monétaire, économique et financière de l'Union, y compris le degré de la convergence. En second lieu, il rend compte des activités de l'IME, en insistant sur la manière dont il s'acquitte de la mission dont il est investi d'effectuer les travaux préparatoires nécessaires au lancement de l'Union monétaire.

En Belgique, ce rapport est distribué par la Banque Nationale de Belgique, service Documentation, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (téléphone : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.30.42).

Rapport sur les développements des systèmes de paiement dans l'Union européenne

Le 17 avril 1997, l'Institut monétaire européen (IME) a publié un rapport intitulé « Developments in EU Payment Systems in 1996 », lequel fait suite à de précédents rapports sur les caractéristiques minimales communes et l'évolution des systèmes de paiement dans l'Union européenne (UE).

Comme les années précédentes, le rapport couvre les domaines considérés par les banques centrales comme nécessitant une action commune ou parallèle, à savoir 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.

Dans un souci de fournir au public toute l'information pertinente à propos des évolutions générales dans les Etats membres, deux autres sujets relatifs, respectivement, aux systèmes de règlement de titres et à la monnaie électronique sont également mis en lumière dans le rapport.

L'analyse menée par l'IME et les banques centrales de l'UE permet de conclure que les dix principes énoncés dans le rapport publié par l'IME en 1993 et intitulé « Minimum common features for domestic payment systems » ont été en grande partie respectés. Les travaux visant à assurer le respect total de ces principes pour le début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire européenne (UEM) progressent dans l'ensemble des Etats membres de l'UE.

Le Conseil de l'IME estime que la conception et la mise en production d'un système de règlement brut en temps réel (RTGS) dans chaque Etat membre de l'UE constituent la tâche la plus importante entreprise dans le domaine des systèmes de paiement. En 1993, de tels systèmes n'étaient opérationnels que dans sept pays (Danemark, Allemagne, Italie, Pays-Bas, Autriche, Finlande et Suède) et la plupart des paiements de gros montants étaient encore liquidés dans des systèmes de règlement net. Dans le courant de 1996 et au premier trimestre de 1997, de nouveaux systèmes RTGS ont commencé à fonctionner dans quatre pays (Belgique, Royaume-Uni, Portugal et Irlande). Il est prévu à présent que des systèmes RTGS nouveaux ou modifiés seront mis en production dans la quasi-totalité des pays de l'UE pour la fin de 1997. 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, lesquels sont censés constituer la base du système TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer), que les banques centrales de l'UE et l'IME se préparent à mettre en œuvre dans la perspective de la troisième phase de l'UEM.

Les activités vont également se poursuivre en vue d'éliminer les incohérences entre les systèmes juridiques nationaux, lesquelles sont susceptibles d'entraîner des risques pour les systèmes de paiement intérieurs et transfrontaliers (clauses dites « heure zéro », applicabilité différente des accords de netting, etc.). Une solution à ces problèmes pourrait être apportée par la proposition de Directive de la Commission européenne concernant la finalité du règlement et les garanties.

Enfin, conformément aux dispositions du Traité sur l'UE, l'IME et les banques centrales de l'UE continueront à suivre de près les 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 de l'UE encouragent le secteur bancaire à éviter, dans la mesure du possible, la prolifération de normes techniques incompatibles.

En Belgique, ce rapport est diffusé par la Banque Nationale de Belgique, service Paiements scripturaux, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles (numéro de fax : 02/221.31.03).

Communications arrêtées au 29 avril 1997.

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



