

## **La politique monétaire belge au cours des dix dernières années**

Par Cecil de Strycker, Bruxelles

Au cours des dix dernières années, la politique monétaire menée en Belgique a fort évolué du point de vue des moyens mis en oeuvre. L'élargissement de la gamme des instruments dont les autorités monétaires disposent et l'utilisation accrue de ces instruments ne correspondent cependant pas à une modification fondamentale des objectifs recherchés, mais répondent plutôt à un plus grand souci d'efficacité face à un environnement plus complexe.

Dans le cadre des grands objectifs généraux de la politique économique, la politique monétaire s'est efforcée de promouvoir les équilibres intérieur et extérieur. Sur le plan intérieur, son action a consisté plus spécifiquement à favoriser une évolution adéquate de l'épargne des entreprises et particuliers et à contrôler les crédits qui leur sont octroyés; en poursuivant ces objectifs spécifiques, les autorités monétaires visent à adapter la demande finale aux possibilités d'expansion de la production, compte tenu des limites de leur action qui ne peut s'exercer directement que sur certaines catégories de dépenses. En effet, les dépenses des pouvoirs publics, qui représentent une part croissante du produit national brut, et la demande de l'étranger échappent dans une large mesure à l'emprise de la politique monétaire. D'autre part, celle-ci influence essentiellement les dépenses privées financées par le crédit, c'est-à-dire principalement des dépenses des entreprises — secteur qui, dans son ensemble, dégage structurellement un déficit financier — et celles des ménages pour la construction de logements et les achats de certains biens de consommation durables.

Sur le plan extérieur, la recherche de l'équilibre sur le marché des changes a constitué une constante de la politique monétaire belge. Le maintien de la valeur internationale du franc se justifie d'abord par l'équilibre fondamental qui a caractérisé la balance des paiements de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. Par ailleurs, dans une

petite économie ouverte comme celle de la Belgique, il importe plus que dans tout autre pays d'écartier tout danger de dépréciation de la valeur externe de la monnaie; en effet, une dépréciation aurait inévitablement des conséquences inflationnistes: compte tenu de la part importante des importations dans les dépenses intérieures et les exportations et des mécanismes d'adaptation des revenus aux prix, notamment par le biais de l'indexation, une hausse des prix des produits importés entraînerait une augmentation dérivée des prix intérieurs et se répercuterait également sur les prix à l'exportation, annihilant en grande partie et très vite les avantages que les exportateurs auraient espéré trouver dans cette opération. L'équilibre sur le marché des changes dépend et des opérations courantes et des mouvements de capitaux. Les opérations courantes peuvent dans une certaine mesure être influencées par les moyens mis en oeuvre pour agir sur la dépense intérieure, notamment parce que l'évolution des importations est liée en grande partie à celle de la demande intérieure. Quant aux mouvements de capitaux, ils constituent un domaine d'intervention spécifique des autorités monétaires.

Avant de décrire la politique monétaire belge menée au cours des dix dernières années, il convient d'évoquer brièvement le contexte dans lequel s'est inscrite cette politique.

La toile de fond économique comporte, en raccourci, trois grandes dominantes. Tout d'abord, la dominante conjoncturelle: elle se compose, d'une part, de deux séquences de récession — 1967 - 1968 et 1975 - 1977 — encadrant, d'autre part, une longue période de haute conjoncture interrompue par un sensible ralentissement en 1971. Ensuite, la dominante inflationniste: le rythme d'accroissement des prix s'est accéléré sans grandes ruptures; ce développement s'est appuyé d'ailleurs sur une modification de l'origine des hausses de prix, les augmentations du coût ayant pris le pas sur l'excès de la demande. Enfin, la dominante extérieure: elle a constitué, à des degrés divers mais de plus en plus fréquemment, un sujet de préoccupation; l'équilibre extérieur, sans être fondamentalement menacé, a été perturbé, à certaines périodes, notamment par des mouvements de capitaux. A cet égard, le remplacement du système des cours de change fixes de Bretton Woods par un système hybride, caractérisé par le flottement quasi généralisé des monnaies et le maintien d'une zone européenne limitée de rapports stables, n'a certainement pas contribué à l'élimination des remous sur les marchés des changes.

En dehors de l'évolution de la situation économique et des modifications survenues dans les relations monétaires internationales, il est utile, par ailleurs, de relever deux phénomènes, qui ont nécessité une diversification des instruments traditionnels de la politique monétaire belge. Il s'agit d'abord de la déspecialisation croissante des intermédiaires financiers belges, qui a entraîné une perte d'influence des moyens d'action traditionnels de la Banque Nationale et a requis une généralisation de la mise en oeuvre de la politique monétaire aux différentes catégories d'institutions financières. Ensuite, le recul de la part des billets dans le stock monétaire — même si cette part reste assez élevée par rapport à l'étranger — a eu pour conséquence une réduction de la dépendance des intermédiaires financiers à l'égard de la banque centrale dans la mesure où ils ont dû moins recourir au prêteur en dernier ressort pour se procurer des billets.

L'élargissement de la gamme des instruments s'est d'abord effectué d'une manière pragmatique: comme la Banque Nationale ne pouvait fonder ses mesures que sur des textes juridiques anciens, mal adaptés aux situations nouvelles et changeantes, elle a dû baser son pouvoir d'intervention essentiellement sur la position de prêteur en dernier ressort et conclure des conventions avec les intermédiaires financiers pour mettre en place certains dispositifs. Toutefois, cette procédure ne présentait pas les avantages d'une règle de droit. Cette dernière a été créée par une loi du 28 décembre 1973, qui a habilité la Banque Nationale à adresser, avec l'accord du Gouvernement, des recommandations aux intermédiaires financiers et à demander, si besoin en est, que celles-ci soient confirmées par des mesures réglementaires prises par les autorités de contrôle ou de tutelle. La Banque Nationale a utilisé ces nouvelles compétences à partir de la fin de mars 1974.

Après ce bref survol des objectifs de la politique monétaire belge et du contexte dans lequel ils ont été poursuivis, les mesures prises au cours des dix dernières années seront examinées ci-après en distinguant les différents instruments mis en oeuvre: politique des taux, contrôle de la liquidité des intermédiaires financiers, encadrement du crédit et réglementation des changes.

## I. Politique des taux

La politique des taux, qui dans le passé constituait l'instrument central de la politique monétaire, a continué d'être largement utilisée tout au long des dix dernières années.

Cette politique visait d'abord à influencer les conditions du crédit et ainsi la demande de fonds des entreprises et ménages; elle a aussi agi sur l'épargne financière, en essayant notamment de la protéger contre l'érosion monétaire; enfin, et de manière de plus en plus prononcée vers la fin de la période, elle a eu pour objectif d'éviter des mouvements spéculatifs de capitaux avec l'étranger.

En ce qui concerne le coût du crédit, la Banque Nationale a procédé à des baisses de ses taux officiels — taux d'escompte et taux d'avances en compte courant — pendant les périodes de récession ou de ralentissement de l'activité économique; c'est ainsi que des abaissements sensibles se sont produits en 1967, 1971 et 1975. Par contre, dans les périodes d'expansion de la demande entraînant des risques de tensions inflationnistes, la Banque Nationale a haussé ses taux officiels. Jusqu'à la fin de 1973, ces modifications se répercutaient automatiquement sur les taux débiteurs des crédits bancaires. Après cette date, cette liaison directe a été abandonnée, parce qu'elle avait été la cause de certaines rigidités lorsque les taux du marché monétaire étaient en hausse. La Banque Nationale n'a formulé aucune objection à l'abandon de cette liaison, parce qu'elle y voyait les prémices des modifications qu'elle souhaitait apporter elle-même aux modalités de la fixation de ses propres taux.

La première de ces modifications date également de la fin de 1973, lorsque la Banque a mis à la disposition de l'Institut de Réescompte et de Garantie — organisme par l'entremise duquel les intermédiaires financiers peuvent réescompter des crédits — une faculté spéciale pour la mobilisation de papier non imputé sur les plafonds de réescompte — dont question ci-après — à un taux qui peut varier de jour en jour. La deuxième modification a consisté dans l'introduction, le 8 juillet 1974, de nouveaux modes d'utilisation des plafonds de réescompte et des comptes d'avances. Les plafonds de réescompte ont été subdivisés en deux parties; le taux d'escompte officiel a été rendu applicable à la première partie tandis que la seconde partie n'était utilisable qu'à un taux spécial pénalisateur; en faisant varier la part respective de ces deux sous-plafonds, la Banque pouvait dorénavant agir sur le coût de refinancement des intermédiaires financiers sans devoir modifier ses taux. Par

ailleurs, la Banque a attribué à chaque intermédiaire un quota mensuel utilisable au taux officiel des avances; au-delà de ce quota, les utilisations journalières étaient décomptées à un taux spécial fixé journellement.

Ces taux dits "spéciaux" de la Banque Nationale ont été sensiblement relevés au cours de 1974; par la suite, ils ont été abaissés dans le cadre de l'assouplissement de la politique.

Par toutes ces modifications du coût du recours des intermédiaires financiers au prêteur en dernier ressort, la Banque Nationale a essayé d'inciter ceux-ci à adapter dans le même sens les taux des crédits qu'ils accordent eux-mêmes aux entreprises et aux ménages. L'importance relative, dans l'ensemble des moyens d'action des intermédiaires financiers, du refinancement auprès de la Banque Nationale est toutefois limitée, en tout cas en ce qui concerne les institutions spécialisées dans les crédits à long terme, comme les caisses d'épargne privées et les institutions publiques de crédit, de sorte qu'il ne faut pas surestimer l'incidence des modifications apportées sur les conditions de mobilisation. Le coût des moyens d'action des intermédiaires financiers — et par conséquent le niveau de leurs taux d'intérêt débiteurs — est, à l'heure actuelle, certes davantage influencé par les rémunérations que ces intermédiaires accordent pour les ressources qu'ils collectent auprès de la clientèle, en d'autres termes, par les taux d'intérêt créditeurs. La manière dont les autorités monétaires peuvent agir sur le niveau de ces derniers sera évoquée plus loin.

Il est difficile d'évaluer l'efficacité des mesures prises dans le domaine de la demande de crédits. D'abord, les variations des taux d'intérêt ne semblent pas avoir eu, dans le passé, une incidence identique pour tous les types de dépenses des entreprises et particuliers. Si la politique des taux exerce sans doute un effet sur la demande de logements des particuliers, les dépenses de consommation de ceux-ci n'y sont pratiquement pas sensibles. Quant aux dépenses d'investissement des entreprises, elles semblent répondre davantage à l'évolution des bénéfices et des utilisations des capacités de production et aux perspectives de vente qu'au niveau des taux d'intérêt. Il faut ensuite noter qu'en période d'inflation, la sensibilité de la demande de crédits aux modifications des taux est sans doute limitée dans la mesure où les hausses de coût peuvent plus facilement être incorporées dans les prix de vente. D'autre part, une baisse des taux d'intérêt en période de récession ne

peut contraindre les entreprises et ménages à demander plus de crédits qu'ils n'en souhaitent.

La politique des taux a aussi servi à favoriser une évolution adéquate de l'épargne financière des ménages et entreprises. A cet égard, on peut relever que les autorités monétaires ont essayé, au cours des périodes de forte hausse des prix, notamment en 1973 et 1974, de mieux protéger cette épargne contre l'érosion du pouvoir d'achat, en favorisant un relèvement du rendement des actifs financiers. Abstraction faite des modifications de ses propres taux officiels, qui exercent encore un certain effet psychologique dans ce domaine, la Banque Nationale a aussi pu influencer les taux des placements offerts au public de façon plus directe: jusqu'en 1972, certaines catégories d'intermédiaires financiers étaient, par des conventions bilatérales avec la Banque, tenues à demander l'accord de cette dernière pour modifier les taux qu'elles allouaient aux ressources provenant de leur clientèle; de cette époque date le "Comité de concertation des taux d'intérêt créditeurs" que la Banque préside et où sont prises toutes les décisions de modification des rémunérations des actifs financiers auprès des intermédiaires financiers. Il convient de rappeler que les taux créditeurs à long terme en Belgique sont, pour une bonne part, déterminés par le Ministre des Finances, qui fixe le rendement des emprunts du secteur public, c'est-à-dire des émissions occupant une part prépondérante dans l'ensemble des émissions à long terme.

Si l'on veut juger de l'incidence de la politique des taux sur l'épargne financière, il y a lieu de noter que les modifications du rendement nominal des actifs financiers ne semblent pas influencer dans une mesure importante l'épargne financière globale. Celle-ci est apparemment affectée davantage par d'autres variables, comme le revenu et le climat économique. On constate, en revanche, que des modifications dans les écarts entre les rémunérations des différentes sortes d'actifs entraînent d'importants glissements d'une catégorie de placements vers l'autre; ce phénomène tient au fait que le public belge dispose d'une gamme étendue de possibilités de placement dont la plupart offrent un degré de liquidité relativement élevé. La grande sensibilité aux taux d'intérêt des différentes composantes de l'épargne financière — y compris les encaisses monétaires, dont la fréquence d'utilisation varie dès lors considérablement — a du reste pour conséquence qu'un contrôle d'un agrégat monétaire limité n'aurait que peu de signification en Belgique.

Enfin, la politique des taux a aussi été utilisée pour contribuer au maintien de l'équilibre sur le marché des changes; vu le développement des mouvements de capitaux, cet aspect de la politique des taux a pris de plus en plus d'importance au cours des dernières années. Ainsi, en 1976 et en 1977, lorsque le franc belge a été, à trois reprises — d'abord, au cours du premier trimestre de 1976, puis au troisième trimestre de la même année, enfin, vers la fin de 1977 —, l'objet de tensions sous l'effet de sorties purement spéculatives de capitaux, les autorités monétaires ont temporairement haussé leurs taux de base et spéciaux pour rendre plus onéreux le financement de ces sorties. Il ne fait pas de doute que ces relèvements allaient à l'encontre de l'assouplissement imposé par les circonstances économiques intérieures caractérisées par une carence de la demande, une sous-utilisation sensible des capacités de production et un chômage important; mais, compte tenu du fait que les modifications des taux ne semblent affecter les dépenses des entreprises et ménages que dans une faible mesure, alors que les mouvements de capitaux sont plus sensibles à une modification de taux, la Banque Nationale a, avec l'accord du Gouvernement, décidé de préserver surtout l'équilibre sur le marché des changes et de maintenir la valeur externe du franc, pour éviter les conséquences fâcheuses — déjà évoquées plus haut — d'une dépréciation de la monnaie. D'ailleurs, les taux ne sont restés élevés que pendant des périodes très limitées: dès que la spéculation s'est arrêtée et que des signes de détente sont apparus sur le marché des changes, la Banque Nationale a de nouveau abaissé ses taux, les ramenant à un niveau sans doute inférieur à celui qui aurait prévalu si on avait abandonné l'objectif de maintien du cours de change.

## II. Contrôle de la liquidité des intermédiaires financiers

L'action traditionnelle sur la demande de crédit a été complétée par des dispositifs visant à influencer la liquidité des intermédiaires financiers et ainsi l'offre de crédit.

Cette politique de liquidité se fonde sur le rôle de la banque centrale comme prêteur en dernier ressort. Les dépenses des agents économiques, notamment celles qui sont financées par des crédits, sont effectuées en partie en billets. Pour satisfaire cette demande de billets, les intermédiaires financiers doivent recourir à la banque centrale en prélevant sur leurs trésoreries détenues auprès de celle-ci. La reconstitution de ces dernières s'opère par divers canaux: le réescompte d'effets de commerce,

les emprunts en comptes d'avances, la cession de devises et, indirectement, les recours du Trésor à la banque centrale.

En augmentant ou en réduisant les possibilités que les intermédiaires financiers ont ainsi de se constituer des avoirs libres et donc de se procurer des billets, les autorités monétaires agissent sur la capacité de prêt des intermédiaires financiers soit en leur permettant d'accroître leur offre de crédits, soit en les obligeant de modérer cette offre.

Il y a dix ans, la Banque Nationale ne disposait pratiquement d'aucun moyen d'influencer la liquidité des intermédiaires financiers. Le premier pas important dans cette voie a été l'instauration en 1969 des plafonds de réescompte et de visa; par la suite, ces limites aux possibilités de réescompte à la Banque Nationale ont fait l'objet de multiples interventions, tantôt dans le sens d'un élargissement, tantôt dans le sens d'un abaissement, en fonction des objectifs en matière de liquidité.

Accessoirement, on peut ajouter ici qu'en ce qui concerne le recours aux avances, la Banque Nationale a toujours veillé à ce qu'il reste limité et ne serve qu'à couvrir des besoins de trésorerie temporaires. En outre, depuis 1974, elle a fixé, pendant certaines périodes, des limites quantitatives plus strictes à ce recours.

L'alimentation indirecte de la trésorerie des intermédiaires financiers par un recours du Trésor aux avances de la Banque Nationale a aussi été limitée pendant des périodes de politique monétaire restrictive. Cette limitation a été opérée en obligeant les intermédiaires financiers, qui, en Belgique, couvrent traditionnellement une part importante des besoins de financement du secteur public, à maintenir leurs portefeuilles en effets et fonds publics à un certain niveau ou à affecter une partie de leurs nouvelles ressources à l'accroissement de ce portefeuille; par ce mécanisme, la Banque Nationale a empêché les intermédiaires financiers de réduire leurs avoirs sur l'Etat ou de les accroître moins rapidement que d'habitude, ce qui aurait obligé le Trésor à recourir davantage au prêteur en dernier ressort. Ce dispositif qui, dans la structure financière du pays, constitue un instrument essentiel de contrôle de la liquidité des intermédiaires financiers, a été mis en oeuvre au cours de deux périodes récentes<sup>1</sup>: de novembre 1972 à avril 1975, il a été appliqué dans le cadre

<sup>1</sup> En 1969, la Commission bancaire, organe officiel de tutelle des banques, avait déjà introduit un "coefficient de emploi" qui obligeait les banques à acquérir certains actifs aisément négociables en fonction de l'évolution de leurs passifs à court terme en francs belges. Ces actifs ne comprenaient toutefois pas uniquement des effets et fonds publics.

d'une politique visant à réduire les dépenses des entreprises et ménages; en 1976, il a été utilisé pour empêcher que les intermédiaires financiers ne disposent de fonds importants pour financer les sorties spéculatives de capitaux.

Pour réduire les possibilités d'emprunt de devises à l'étranger des banques, devises qu'elles peuvent ensuite céder à la Banque Nationale, l'Institut Belgo-Luxembourgeois du Change — organisme officiel chargé de la surveillance des opérations en devises dans l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise — a fixé, au cours de certaines périodes, des plafonds à la position au comptant à la baisse sur le marché réglementé des changes (cf. ci-après le chapitre sur la réglementation des changes).

En dehors des mesures citées ci-avant, qui permettent d'accroître ou de limiter les possibilités pour les intermédiaires financiers de reconstituer leurs trésoreries, ces dernières peuvent aussi être directement réduites en obligeant les intermédiaires concernés à "geler" auprès de la Banque Nationale une partie de leurs moyens d'action, c'est-à-dire à constituer une réserve monétaire. Ce dispositif acquiert d'autant plus d'importance dans le cadre d'une politique de liquidité que diminue l'importance relative des billets et donc également la nécessité de recourir au prêteur en dernier ressort.

En juillet 1972, la Banque Nationale a conclu un accord avec une trentaine de banques, par lequel celles-ci s'engageaient à neutraliser à concurrence de 10 milliards l'incidence de la constitution, liée à la spéculation contre le dollar et la livre sterling, de dépôts en francs belges convertibles, c'est-à-dire de dépôts détenus par des non-résidents, destinés aux paiements sur le marché réglementé des changes. La contribution de chaque banque à la constitution de cette réserve était essentiellement fondée sur l'importance de ses dépôts en francs belges convertibles. En novembre 1972, le dispositif a été étendu à l'ensemble des intermédiaires financiers et la réserve fut calculée sur la base de l'encours de toutes les ressources en francs belges, selon des coefficients différenciés d'après le terme de ces ressources. Un régime spécial a été maintenu pour les engagements nets en comptes convertibles: leurs encours ont été frappés d'un coefficient plus élevé que ceux des autres engagements et leurs variations ont été intégralement neutralisées par des variations identiques dans la réserve monétaire. A la fin de février 1973, ce régime particulier a été élargi à toute augmentation de la position de change débitrice au comptant en devises du marché réglementé.

A la fin de septembre 1973, l'action menée n'avait pas encore abouti à des résultats satisfaisants: l'augmentation des montants stérilisés était restée trop faible, en regard de l'abondance des ressources collectées, pour que l'instrument de la réserve exerçât sur les crédits et les dépenses qu'ils financent un effet de restriction suffisant. C'est pourquoi les autorités monétaires décidèrent de renforcer le dispositif: à partir du 1<sup>er</sup> octobre, les coefficients de réserve sur les engagements étaient augmentés et tout accroissement des crédits au-delà de certains montants devait donner lieu à la constitution d'une réserve monétaire.

Les mesures adoptées au début de 1974 reflètent l'hésitation provoquée par la crise pétrolière: les craintes au sujet de la balance des paiements ont conduit les autorités monétaires à libérer la réserve frappant les engagements extérieurs des banques, tandis que le dispositif de la réserve monétaire sur les crédits a été rendu moins contraignant. A la fin de mars 1974, l'introduction d'un système d'encadrement du crédit, dont il est question plus loin, a permis un assouplissement du dispositif de réserve; celui-ci a toutefois été maintenu jusqu'à la fin d'avril 1975 de manière à soutenir l'efficacité des mesures de limitation directe.

Il ressort de la description de ces mesures, que les autorités monétaires ont toujours combiné différents moyens de contrôle de la liquidité des intermédiaires financiers. En effet, un contrôle indirect ne peut s'appuyer sur un seul instrument, mais suppose une action cohérente dans différents domaines: il ne sert à rien de limiter une source d'approvisionnement des trésoreries, si on laisse aux intermédiaires financiers la liberté de compenser cette limitation par d'autres recours à la banque centrale.

L'efficacité de ce contrôle indirect des crédits dépend de la manière dont on peut évaluer la liquidité des intermédiaires financiers; or, cette liquidité peut varier considérablement sous l'influence de différents facteurs.

La politique de contrôle de la liquidité agit sans doute aussi sur les taux d'intérêt. Il est évident, par exemple, que la constitution d'une réserve monétaire non rémunérée représente, pour les intermédiaires financiers, une charge qu'ils vont essayer de faire supporter par leur clientèle privée; en réalité, l'alourdissement du coût du crédit est resté limité, notamment parce que les intermédiaires financiers ont, en général, réparti cette majoration sur l'ensemble des encours des crédits et pas seulement sur l'accroissement de ceux-ci. Par ailleurs, les dispo-

sitions en matière de placements obligatoires en effets et fonds publics — tout inévitables qu'elles soient dans un contrôle indirect du crédit en Belgique — peuvent inciter le Trésor à fixer le taux de rendement de ses emprunts à un niveau plus bas que celui qui est souhaitable, ce qui se traduit certainement aussi dans les taux créditeurs alloués aux ressources à long terme des intermédiaires financiers. Sur le plan des taux débiteurs, l'effet est double: d'une part, les intermédiaires financiers seront tentés de fixer leurs taux débiteurs à un niveau moins élevé, surtout pour les crédits à long terme; d'autre part, il est possible qu'ils estiment que la rémunération de leurs placements en effets et fonds publics est trop basse et qu'ils veuillent compenser cette perte par un relèvement plus accentué de leurs taux débiteurs.

### III. Encadrement du crédit

En dehors de l'action indirecte sur les crédits, les autorités monétaires ont aussi, à plusieurs reprises, procédé à une limitation directe de l'offre de crédits, c'est-à-dire à la fixation de normes d'expansion pour chaque intermédiaire financier. Au cours des dix dernières années, cet encadrement du crédit a été mis en oeuvre pendant deux périodes: d'avril 1969 à septembre 1971 et d'avril 1974 à avril 1975.

En avril 1969, pour faire face à l'expansion de la demande et aux tensions sur le marché des changes, des directives ont été données afin de limiter l'expansion des crédits à 14 p. c. pour l'ensemble de l'année 1969. Cette norme qui s'est, en cours d'année, révélée trop large — puisqu'elle permettait de continuer à financer non seulement les transactions normales mais aussi les sorties de capitaux privés — a été ramenée plus tard à 11, 2 p. c. Par la suite, le dénouement des positions spéculatives après l'abandon de l'ancienne parité du Deutsche Mark a amélioré les trésoreries des entreprises et leur a permis de rembourser des crédits. De la sorte, les banques disposaient de marges disponibles importantes par rapport aux normes qui leur avaient été imposées précédemment. C'est ce qui explique que de nouvelles limitations, plus restrictives, aient été introduites en 1970; les crédits à la grande exportation ont toutefois été exclus de l'encadrement. Le dispositif a encore été prorogé jusqu'en septembre 1971, afin d'éviter que les agents économiques, anticipant une hausse des prix — notamment à la suite de l'entrée en vigueur de la taxe sur la valeur ajoutée au début de 1971 —, n'accroissent leur recours au crédit pour financer des dé-

penses de stockage de biens de consommation. Toutefois, la pression de la demande s'étant atténuée, il a été rendu plus sélectif et moins contraignant: les normes ne s'appliquaient qu'aux crédits à court terme, avec un traitement plus sévère pour les crédits à la consommation.

En 1974, l'introduction d'un encadrement du crédit s'est imposée à la suite de l'emballement de la demande au début de l'année. L'accroissement exceptionnel des crédits au cours de cette période avait révélé que la seule action visant à restreindre la liquidité des intermédiaires financiers ne suffisait plus pour freiner le développement de l'endettement des entreprises et particuliers. Dès lors, à la fin de mars, des limitations quantitatives à l'expansion des crédits étaient introduites, les dépassements des normes fixées donnant lieu à la constitution d'une réserve de pénalisation calculée sur la base de coefficients plus élevés que par le passé. De la fin de mars à la fin de juin 1974, un régime de normes préférentielles était accordé pour le financement des importations de matières premières, pour les prêts à moyen terme à l'exportation et pour les crédits d'investissement subsidiés ou garantis par l'Etat. Ces dispositions sélectives avaient disparu à partir du 1<sup>er</sup> juillet, lorsque la limitation des crédits avait été également rendue plus stricte: la Banque n'autorisait plus qu'un rythme d'accroissement de 14 p. c. au taux annuel. Depuis la fin de novembre 1974, lorsque des signes de ralentissement conjoncturel étaient apparus, les normes étaient à nouveau élargies et la sélectivité, réintroduite. Enfin, à la fin d'avril 1975, la Banque Nationale abolissait toute limitation directe des crédits.

Formellement plus simple qu'un contrôle indirect, l'encadrement du crédit comporte toutefois des inconvénients: il entraîne notamment une rigidité du système financier, parce qu'il diminue la concurrence entre les intermédiaires financiers et touche en premier lieu les plus dynamiques d'entre eux. Une limitation directe des crédits ne peut dès lors être appliquée pendant des périodes trop longues.

Enfin, il convient encore de noter qu'un "rationnement" des crédits a pour effet un renchérissement du crédit, tout comme une limitation de la liquidité des intermédiaires financiers.

#### **IV. Réglementation des changes**

Pour atteindre l'objectif d'équilibre extérieur, les autorités monétaires ont, comme on l'a déjà montré, eu notamment recours à des mesures de politique monétaire générale. Toutefois, la réglementation des changes,

même si elle n'est pas à elle seule en mesure d'assurer une protection totalement efficace en toutes circonstances, a incontestablement constitué un élément fondamental de l'action contre les mouvements de capitaux déstabilisateurs.

La réglementation des changes belge est caractérisée en premier lieu par un double marché des changes, dont le principe général est de séparer les opérations courantes et les opérations en capital. Les premières passent par le marché réglementé, sur lequel la Banque Nationale intervient pour maintenir le cours du franc belge par rapport à certaines autres monnaies, à l'intérieur d'une marge déterminée, suivant les accords internationaux en vigueur. Quant aux opérations en capital, elles passent par le marché libre, sur lequel, en principe, la Banque Nationale n'intervient pas. Cette séparation met incontestablement et avec efficacité les réserves de change à l'abri des effets des mouvements de capitaux des particuliers ainsi que des mouvements de capitaux sans rapport avec des opérations commerciales effectuées par des entreprises.

En outre, les autorités monétaires, en l'occurrence l'Institut Belgo-Luxembourgeois du Change, peuvent également fixer des limites à la position débitrice ou créditrice au comptant en monnaies étrangères sur le marché réglementé et aux engagements en francs belges convertibles des banques, interdire la rémunération des dépôts en comptes étrangers convertibles en francs belges, et même imposer une commission spéciale — c'est-à-dire en fait un intérêt "négatif" — à l'accroissement des dépôts de ce type.

Ces mesures de réglementation des changes ne peuvent cependant empêcher que se produisent des déplacements de capitaux à court terme à la suite de "leads and lags" dans les paiements des opérations commerciales; ces mouvements de capitaux, qui se produisent sur le marché réglementé des changes et qui ont, par conséquent, une influence directe sur les réserves de change de la Banque Nationale, peuvent atteindre rapidement une ampleur considérable en Belgique: lorsque, par exemple, les importateurs et exportateurs modifient d'un seul jour le délai de paiement moyen des marchandises, ils déplacent, de ce fait, quelque 10 milliards de francs belges de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise vers l'étranger ou inversement. Etant donné que ces mouvements de capitaux ne peuvent être empêchés par la réglementation des changes, les autorités monétaires ont eu recours pour les endiguer à des instruments de politique monétaire générale.

L'expérience des dernières années montre que, face à une réalité de plus en plus complexe, les autorités monétaires ont été amenées à compléter et diversifier la gamme des instruments qu'elles utilisent, sans toutefois modifier fondamentalement les objectifs poursuivis, à savoir le contrôle des dépenses des entreprises et ménages — en agissant surtout sur l'évolution de leur endettement — et le maintien de l'équilibre sur le marché des changes.

Dans son action, la Banque Nationale a toujours cherché à s'adapter aux circonstances très variables, se référant à une large série d'indicateurs. Il ressort de l'examen de la politique menée que les autorités monétaires ne se sont jamais bornées à la poursuite d'un seul objectif quantifié, sous la forme d'une limite normative à l'expansion de la masse monétaire ou de toute autre grandeur analogue. L'adoption d'un tel objectif soulève non seulement des objections de principe, mais pose aussi des problèmes d'application dans le cas de la Belgique. La structure financière de l'économie belge est notamment caractérisée par une déspecialisation croissante des intermédiaires financiers et par l'existence d'un large choix de placements en actifs financiers; comme on l'a déjà souligné, d'importants glissements s'effectuent entre les différentes catégories de ces actifs, en fonction de changements dans la structure des taux d'intérêt ou des anticipations des changements, ce qui réduit très fort la signification d'un contrôle d'un seul agrégat de liquidités. En outre, un tel contrôle se justifie peu dans une économie ouverte de petite dimension comme celle de la Belgique, très sensible aux influences extérieures.

Au total, l'action des autorités monétaires belges a sans conteste pu contribuer à la réduction des tensions résultant d'un excès de la demande et au maintien de la valeur internationale du franc; elle n'a toutefois pas été à même, à elle seule, d'assurer la réalisation des objectifs finals de la politique économique.

Sur le plan intérieur d'abord, la politique monétaire ne peut remédier à des évolutions n'ayant pas de rapport avec l'évolution de la demande. Ainsi, elle peut diminuer les tensions inflationnistes provenant de dépenses exagérées des entreprises et ménages, mais fort peu freiner les hausses de prix alimentées par une augmentation trop importante des coûts de production; dans cette dernière éventualité, c'est une action dans d'autres domaines qui s'impose. De même, la politique monétaire belge seule ne peut en longue période assurer l'équilibre vis-à-vis de

l'étranger; le maintien de celui-ci dépend essentiellement de la compétitivité de la Belgique, et par conséquent de la capacité de l'économie belge à résoudre ses problèmes d'ordre structurel.

En outre, l'efficacité de la politique monétaire belge est à coup sûr fortement limitée par l'internationalisation de l'activité économique. Les autorités belges ne peuvent fixer le niveau de leurs taux d'intérêt sans se préoccuper de celui qui prévaut dans d'autres pays, sinon elles risquent de provoquer des mouvements de capitaux non souhaités; de même, lorsqu'elles limitent l'octroi des crédits aux entreprises, l'efficacité de leur action est diminuée du fait que de grandes sociétés ont la possibilité d'emprunter à l'étranger. Les effets négatifs des mouvements de capitaux de ce type ne peuvent être évités que par une coordination internationale des politiques.

## **Zusammenfassung**

### **Die belgische Geldpolitik im Laufe der letzten zehn Jahre**

Die belgische Geldpolitik hat im Laufe der letzten zehn Jahre zweifellos zur Stabilisierung der Konjunktur und des Geldwertes des Franc beigetragen. Ihre Maßnahmen zielten darauf ab, eine Entwicklung der Verschuldung zu fördern, die der Ersparnisbildung von Unternehmen und Privatpersonen entsprach sowie destabilisierenden Kapitalströmen ins Ausland entgegenzuwirken. Die Währungsbehörden haben aufgrund der immer komplexeren Situation, die vor allem auf der Beschleunigung der teils infolge von erhöhten Produktionskosten ausgelösten Preissteigerungen sowie auf ein sich tiefgreifend verändertes internationales Währungssystem beruhte, ihre geldpolitischen Maßnahmen geändert.

Die Zinspolitik, das wesentliche Mittel der Vergangenheit, basierte mehr und mehr auf dem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht. Damit die Notenbank größeren Einfluß auf Kredite von Unternehmen und privaten Haushalten nehmen konnte, wurde ihre Maßnahmenpalette erweitert. Um das Kreditangebot steuern zu können, wurden die Möglichkeiten eines Rückgriffs der Kreditinstitute auf die Notenbank (den letzten Geldgeber) begrenzt oder aber diese Institute wurden verpflichtet, einen Teil ihrer verfügbaren Mittel einzufrieren (Mindestreservspflicht). Darüber hinaus hat sie zu gewissen Zeiten die Konditionen der Kreditexpansion festgelegt. Schließlich half die Devisenreglementierung mittels eines doppelten Devisenmarktes (reglementierter und freier Markt) wirksam gewisse Kapitalbewegungen zu bekämpfen.

## Summary

### Belgian Monetary Policy over the Past Ten Years

In the course of the past ten years, Belgian monetary policy has undoubtedly contributed towards stabilization of the business cycle and the value of money. Its measures aimed at promoting a trend of indebtedness which matched the savings of firms and private persons and counteracted destabilizing capital flows to foreign countries. On account of the ever more complex situation, which was attributable primarily to the acceleration of price increases, partly due to higher production costs, and to the profound changes in the international monetary system, the monetary authorities modified their monetary policy measures.

Interest rate policy, the main instrument used in the past, was based more and more on foreign trade equilibrium. To enable the central bank to exert greater influence on the borrowing of firms and private households, its array of instruments was expanded. To permit control of the credit offered, the possibilities for the banks to take recourse to the central bank (lender of last resort) were restricted, or the banks were required to freeze part of their available funds (minimum reserve requirement). Over and above this, at certain times the conditions for credit expansion were laid down. Lastly, foreign exchange control by way of a double foreign exchange market (controlled and free market) proved an effective means of combatting certain capital movements.

## Résumé

### La politique monétaire belge au cours des dix dernières années

Au cours des dix dernières années, la politique monétaire belge a contribué sans conteste à la régularisation de la conjoncture et au maintien de la valeur du franc. Concrètement, son action a consisté à favoriser une évolution adéquate de l'endettement et de l'épargne financière des entreprises et ménages et à éviter des mouvements déstabilisateurs de capitaux avec l'étranger. Face à des situations devenues de plus en plus complexes, notamment caractérisées par une accélération des hausses des prix, due en partie à des relèvements des coûts, et par un environnement monétaire international en profonde mutation, les autorités monétaires ont diversifié leurs moyens d'action.

La politique des taux, qui a constitué l'instrument principal dans le passé, a été de plus en plus axée sur l'équilibre extérieur. Pour compléter son influence sur les crédits aux entreprises et ménages, la Banque Nationale a été dotée de nouveaux instruments pour agir sur l'offre de crédits en fixant des limites aux possibilités de recours des intermédiaires financiers au prêteur en dernier ressort ou en obligeant ces intermédiaires à stériliser une partie de leurs moyens d'action. A certaines périodes, elle a en outre fixé des normes à l'expansion des crédits. Enfin, la réglementation des changes, qui comporte notamment un double marché des changes, a permis de lutter efficacement contre certains mouvements de capitaux.