

# La politique monétaire en Belgique

Guy QUADEN

Directeur de la Banque Nationale de Belgique

**A**vant de présenter avec quelque détail la politique monétaire de la Belgique, il est peut-être nécessaire de rappeler un minimum de caractéristiques économiques générales de ce petit pays dont la politique économique n'est évidemment pas constamment sous les feux des projecteurs.

1. L'économie belge est, depuis longtemps déjà, une économie extrêmement ouverte, la plus ouverte de la Communauté européenne<sup>1</sup>. Les importations et les exportations y représentent, aujourd'hui, entre 60 et 70 % du produit intérieur brut ou 40 % des dépenses finales (PIB + importations).
2. Le contraste est considérable entre les performances économiques enregistrées par le pays au début et à la fin des années 80. Certes le climat conjoncturel s'est amélioré dans toute l'Europe mais en Belgique plus qu'ailleurs. L'inflation s'est sensiblement réduite ; le déficit de la balance courante a cédé la place à un surplus qui se maintient alors même que la croissance, faible et inférieure à la moyenne de la CEE au début de la période, est récemment devenue forte (plus de 4 % en 1988 et 1989) et supérieure à cette moyenne.
3. Un problème endémique, celui des finances publiques, obscurcit cependant toujours le tableau<sup>2</sup>. Le déficit annuel était encore de l'ordre de 6 % du PIB en 1989 quoiqu'il ait été réduit de moitié depuis 1981. Il s'explique aujourd'hui par le seul poids des charges d'intérêt qui représen-

tent environ 10 % du PIB. La succession des déficits depuis le début des années 70 a, en effet, entraîné l'accumulation d'une dette publique considérable qui est aujourd'hui stabilisée à un niveau relatif élevé : quelque 125 % du PIB.

---

## LES FONDEMENTS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE DANS LES ANNÉES 80

---

109

En Belgique comme ailleurs, la politique monétaire essaye de contribuer aux objectifs généraux de la politique économique et, comme dans beaucoup d'autres pays, elle s'est vu attribuer dans les dernières années un rôle accru dans les mécanismes d'ajustement conjoncturel en raison de l'ameusement progressif du rôle anticyclique de la politique budgétaire. Mais la politique monétaire vise en Belgique une « cible rapprochée » assez particulière et utilise des instruments très spécifiques.

### La cible

Dans le contexte de la politique monétaire des années 70 et 80, la Belgique se caractérise par le

<sup>1</sup>— Mis à part le Grand-Duché de Luxembourg avec lequel la Belgique forme, depuis 1921, l'Union économique belgo-luxembourgeoise.

<sup>2</sup>— L'autre problème majeur est celui du chômage qui s'est cependant rapproché de la moyenne européenne (depuis 1986 la Belgique enregistre des créations nettes d'emploi).

## NOTES

**TABEAU 1**

### **PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES**

	1981	1983	1985	1987	1989
<b>PIB, prix 1980, variation en % par an</b>					
Belgique	- 1,5	0,2	0,9	2,0	4,2
EUR-12	0,2	1,6	2,5	2,3	3,4
<b>Déflateur du PIB, prix 1980, variation en % par an</b>					
Belgique	5,1	5,8	5,9	2,0	3,1
EUR-12	10,9	8,5	6,1	4,0	4,9
<b>Taux de chômage, % pop. active civile</b>					
Belgique	10,2	12,6	11,7	11,5	9,4
EUR-9 <sup>1</sup>	7,6	9,2	9,7	9,4	8,2
<b>Solde opérations courantes (% du PIB)</b>					
	-3,8	-0,6	0,5	1,2	0,8
<b>Capacité/besoin de financement des administrations publiques (% du PIB)</b>					
	- 12,6	- 11,3	- 8,6	- 7,0	- 6,0
<b>Taux de change (moy, annuelles)</b>					
1 USD = ... FB	37,0	51,0	59,1	37,3	40,0
1 Ecu = ... FB	41,3	45,4	44,9	43,1	43,5
<b>Taux de change effectif SME<sup>2</sup></b>					
	99,9	90,2	91,4	93,0	92,5

1 — Hors Grèce, Espagne, Portugal.

2 — Pays participant au mécanisme de change, pondération double exportations. Indice 1980 = 100.

Sources : Services de la CCE (pour 1989 : prévisions des Services de la Commission en septembre 1989).

fait que ses autorités n'ont jamais adhéré à une politique d'agrégats monétaires. Avant même que, dans plusieurs pays plus grands, on en vienne à nourrir des doutes sur la stabilité de la relation entre tel ou tel agrégat (objectif intermédiaire) et le produit national nominal (objectif final), il a toujours semblé aux autorités monétaires belges que, dans une petite économie ouverte, la relation entre le taux de change et l'inflation était beaucoup mieux assurée.

La Belgique est d'ailleurs le seul pays industrialisé, avec les Pays-Bas, qui, depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, n'a jamais opté pour le flottement de sa monnaie. Après le 15 août 1971, les autorités belges ont décidé, avec les autorités

néerlandaises, le maintien d'un système de cours de change stables entre les pays du Benelux. En 1972, le franc belge a été inséré dans le « serpent » monétaire européen et — à la différence notamment du franc français — il y est constamment demeuré jusqu'à la constitution en 1979 du Système Monétaire Européen.

Dans les turbulences de l'époque, la stabilité du cours de change a constitué la seule certitude de la politique économique du pays. En avril 1982, le franc a cependant été dévalué de 8,5 % (par rapport à l'Ecu). Cette dévaluation a sanctionné les importants déséquilibres qui s'étaient progressivement creusés dans l'économie belge après le

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE

premier choc pétrolier<sup>3</sup>. Ou, peut-être plus exactement dit, la dévaluation a constitué la mesure d'accompagnement de la réorientation de politique économique alors décidée, fondée sur l'austérité, la modération des coûts intérieurs et la restauration de la rentabilité et de la compétitivité des entreprises.

La politique monétaire a eu alors pour cible le maintien du cours de change du franc belge vis-à-vis de la moyenne des autres monnaies qui participent au mécanisme de change du SME et qui représentent 60 % du commerce extérieur de la Belgique.

Pour assurer pareille stabilité du cours du franc, il faut naturellement qu'en moyenne période le marché des changes s'équilibre de lui-même sans interventions de la Banque centrale. Or le maintien de l'équilibre sur le marché des changes implique en Belgique l'existence d'un surplus du compte courant de la balance des paiements, compte tenu de la propension structurelle des résidents à placer une part importante de leur épargne financière en valeurs mobilières — et spécialement en obligations — libellées en monnaies étrangères (et ceci pour diverses raisons : souci de diversification des portefeuilles, attrait pour les devises offrant des perspectives de réévaluation ou s'accompagnant de taux d'intérêt élevés, existence d'une retenue fiscale à la source sur les revenus des valeurs mobilières en francs belges). Comme les étrangers ne manifestent pas un intérêt équivalent pour les placements en francs belges, il en résulte d'assez importantes sorties nettes de fonds.

Au début des années 80, l'objectif d'équilibre sur le marché des changes était en réalité trop ambitieux en raison de l'existence de déficits courants. Il a fallu dès lors recourir à des financements « compensatoires » (utilisation des réserves de change de la Banque centrale et emprunts en devises des pouvoirs publics) avec leurs inconvénients bien connus (en particulier ils affectent négativement les anticipations sur l'évolution future du cours de change).

Les mesures mises en œuvre pour comprimer les dépenses des particuliers et redresser la position concurrentielle de l'économie belge ont toutefois porté progressivement leurs fruits dans un environnement international caractérisé au surplus par le

« contrechoc » pétrolier. Les déficits courants se sont résorbés et, à partir de 1986, ont cédé la place à des excédents.

Il est, d'autre part, une seconde contrainte pour l'équilibrage du marché des changes et la limitation des sorties de capitaux : le maniement des taux d'intérêt, du moins à court terme, doit être réservé, lorsque cela s'avère nécessaire, à des fins externes<sup>4</sup>. En fait, les autorités doivent faire en sorte que le niveau des taux d'intérêt en franc belge offre, par rapport à celui de la monnaie la plus forte du SME (le deutsche mark), une prime suffisante pour compenser les anticipations cambiales.

En raison de l'amélioration continue des performances absolues (*fundamentals*) et relatives de l'économie belge, le différentiel de taux d'intérêt entre les placements en franc belge et ceux en deutsche mark a pu être progressivement réduit de 5 % en 1983-1984 à 3,1 % en 1987, 2,5 % en 1988 et 1,7 % en 1989 (on prend ici comme référence les taux des euro-dépôts à trois mois et les moyennes annuelles des différentiels, qui fluctuent évidemment aussi en fonction de tensions passagères sur les marchés des changes).

### Les instruments

Dans la plupart des autres pays, les pouvoirs de la Banque centrale reposent en fait exclusivement sur le monopole d'émission du billet, éventuellement renforcé par l'imposition de réserves obligatoires aux institutions financières. Ces banques utilisent une panoplie d'instruments pour influencer la liquidité des intermédiaires financiers.

En Belgique, la Banque centrale (Banque Nationale de Belgique\*) est, depuis quelques années, dans

111

*4 — Les taux à court terme étant surtout influencés par la contrainte de change et les taux à long terme (l'Etat étant de loin le principal émetteur sur le marché obligataire) par la contrainte budgétaire (dans l'un et l'autre cas en fonction d'un contexte international donné), il en résulte qu'une situation d'aplatissement, voire d'inversion, des courbes de rendement est plus fréquemment observée en Belgique que dans les autres pays. Et bien sûr une telle situation renforce la préférence des institutions financières pour des instruments de placement à court terme.*

*\* La Banque Nationale de Belgique a été instituée en 1850 sous la forme d'une société anonyme de type particulier. Depuis 1948, le capital de la Banque est représenté par 400 000 actions dont la moitié sont la propriété inaliénable de l'Etat; les 200 000 actions restantes, cotées en Bourse, sont aux mains d'investisseurs institutionnels, d'entreprises et de particuliers.*

*La Banque est administrée par un Comité de Direction composé d'un Gouverneur et d'un maximum de six Directeurs. Le Gouverneur est nommé par le Roi (c'est-à-dire par le pouvoir exécutif). Les Directeurs sont nommés par le Roi sur proposition du Conseil de Régence de la Banque composé lui-même des membres du Comité de Direction et de dix Régents élus par l'Assemblée générale de façon telle que les divers intérêts économiques et sociaux du pays soient représentés.*

<sup>3</sup> — Voir G. Quaden (éditeur) : L'économie belge dans la crise, Editions Labor, Collection Economie 2000, Bruxelles 1987.

## NOTES

la situation rare, sinon unique, de pouvoir déterminer directement les taux du marché monétaire belge par la maîtrise du taux des certificats de trésorerie.

En Belgique, comme dans la plupart des autres pays, le taux d'escompte de la Banque centrale a perdu beaucoup de son importance effective et constitue principalement aujourd'hui un taux d'« affiche » dont les modifications épisodiques indiquent l'orientation générale de la politique monétaire. Pour plusieurs raisons, les taux des certificats de trésorerie (particulièrement à 3 mois) sont devenus les taux directeurs du marché.

Avec l'émergence d'importants déficits budgétaires et depuis le début des années 80 le financement d'une partie plus importante qu'auparavant de ce déficit par des emprunts à court terme, les certificats de trésorerie se sont progressivement substitués aux effets de commerce comme instrument-type négocié sur le marché monétaire.

D'autre part, à la différence de ce qui se passe dans la plupart des autres pays, ces certificats sont émis de manière continue (« au robinet » ou *on tap*) à des taux qui peuvent donc être modifiés quotidiennement et c'est le Comité de Direction de la Banque Nationale qui a le pouvoir de fixer les taux des certificats à un, deux et trois mois (la Banque étant supposée acquérir ces certificats avant de les replacer)<sup>5</sup>.

Enfin, en raison de l'importance de leur portefeuille de certificats de trésorerie et de la diversité des échéances, les institutions financières belges et luxembourgeoises, qui peuvent souscrire à loisir à ces certificats, sont en mesure de couvrir presque tous leurs besoins de liquidités par une gestion adaptée de ce portefeuille<sup>6</sup>.

Dans ces conditions, les autorités monétaires sont assurées que les modifications des taux des certificats de trésorerie qu'elles ont décidées sont répercutées quasi immédiatement et entièrement sur les autres taux du marché monétaire.

En période d'excédent de fonds sur les marchés intérieurs, le taux des dépôts interbancaires ne peut guère diminuer tant que la Banque Nationale

ne modifie pas les taux des certificats de trésorerie, sinon la demande de fonds sur le marché interbancaire s'élargirait, les intermédiaires financiers cherchant à emprunter pour souscrire à des certificats. Inversement, en période de pénurie de fonds, le taux des dépôts interbancaires ne peut pas sensiblement dépasser celui des certificats de trésorerie, sinon les intermédiaires financiers préféreraient reconstituer leur liquidité en ne renouvelant pas une partie de leur portefeuille de certificats. Le taux des certificats de trésorerie influence aussi le taux des gros dépôts et le taux des avances à terme fixe (*straight loans*) qui constituent, pour les intermédiaires financiers, des substituts pour leurs emprunts ou leurs placements sur le marché interbancaire.

---

### PERSPECTIVES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN BELGIQUE DANS LES ANNÉES 90

---

La fin des années 80 a coïncidé en Belgique, dans le domaine de la politique monétaire, avec l'ouverture de réflexions approfondies concernant aussi bien la cible que les instruments de cette politique.

#### Une politique de change plus ambitieuse

Au printemps 1989, une délégation du Fonds Monétaire International est venue procéder, comme c'est le cas pour tous les Etats membres, à un de ses examens périodiques de la situation économique et monétaire du pays. Parmi les conclusions du rapport établi au terme de la mission — et qui a été rendu public — figurait la suggestion faite aux autorités belges, étant donné le « renouveau établi de l'économie du pays », d'opter pour une politique de change plus ambitieuse et plus volontariste, basée non plus sur la moyenne des monnaies du SME mais sur les monnaies les plus fortes de celui-ci (le mark allemand et le florin hollandais).

Dans cette perspective, les autorités belges devraient clairement signifier qu'en cas de réalignement à l'intérieur du SME, le franc belge suivrait intégralement la réévaluation du mark allemand et, avant et après cet éventuel réalignement, elles devraient s'efforcer de réduire le disagio du franc

5— Les taux des certificats à 4 mois émis par le Fonds des Rentes sont soumis au régime de l'adjudication et déterminés de commun accord par la Banque et le Trésor.

6— La Banque a par ailleurs, depuis plusieurs années, « verrouillé » son crédit direct en fixant systématiquement ses taux d'escompte et d'avances au-dessus des taux des certificats de trésorerie.

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE

belge vis-à-vis du mark à l'intérieur de la marge de fluctuation autorisée<sup>7</sup>.

A vrai dire, une telle option ne constituerait nullement une rupture avec la politique menée ces dernières années. Depuis 1983, en effet, à l'occasion des divers réalignements de parités qui ont caractérisé l'histoire du SME, le franc belge a progressivement réduit la distance qui, dans chacune de ces opérations, le séparait de la monnaie allemande. Lors du dernier réalignement en janvier 1987, il a été réévalué de 2 % pour 3 % au mark. Et, compte tenu des nouvelles améliorations constatées depuis lors dans l'évolution des paramètres fondamentaux de l'économie belge, on ne voit pas pourquoi, lors d'un éventuel prochain réalignement, le franc belge ne suivrait pas intégralement la probable réévaluation du mark.

L'option en faveur d'une politique de « monnaie forte » doit cependant être examinée en considérant tout à la fois les avantages et les inconvénients qu'elle pourrait impliquer.

D'une part, si les marchés sont convaincus de sa permanence, cette option permettrait à terme, tout en attirant ou en retenant les capitaux sensibles aux monnaies fortes, de réduire, voire — tout problème fiscal mis à part — d'éliminer l'écart de taux d'intérêt qui doit être actuellement consenti vis-à-vis du mark allemand. En conséquence, les charges d'intérêt que la contrainte externe entraîne pour l'économie intérieure, en particulier pour la dette des pouvoirs publics, devraient se trouver allégées.

Cependant, on ne peut attendre qu'une telle évolution se manifeste très rapidement et, dans l'immé-

TABLEAU 2

### LES RÉALIGNEMENTS DE PARITÉ DANS LE SME

	FB	DK	DM	FF	L. Irl.	Lire	Fl
24.09.79		- 3	+ 2				
30.11.79		- 5					
23.03.81						- 6	
05.10.81			+ 5,5	- 3		- 3	+ 5,5
22.02.82	- 8,5	- 3					
14.06.82			+ 4,25	- 5,75		- 2,75	+ 4,25
21.03.83	+ 1,5	+ 2,5	+ 5,5	- 2,5	- 3,5	- 2,5	+ 3,5
22.07.85	+ 2	+ 2	+ 2	+ 2	+ 2	- 6	+ 2
07.04.86	+ 1	+ 1	+ 3	- 3			+ 3
04.08.86						- 8	
12.01.87	+ 2		+ 3				+ 3
05.01.90						- 3,5	

113

diat, c'est au contraire un relèvement de la prime d'intérêt sur le franc belge qu'il faudrait décider pour obtenir une amélioration de la position du franc vis-à-vis du mark. La durée pendant laquelle ce relèvement serait nécessaire est difficile à déterminer et dépendra en partie de la « mémoire » que les marchés conserveront de l'évolution du cours de change du franc dans le passé.

En tout état de cause, la force du franc ne peut être assurée par la seule politique monétaire (on l'a vu à la fin des années 70) et il convient de veiller à ce que les autres facteurs de compétitivité de l'écono-

mie belge (la modération des coûts intérieurs et l'adaptation de l'appareil productif) continuent à évoluer harmonieusement<sup>8</sup>.

On peut enfin se poser la question de savoir si l'ambition d'une politique de monnaie forte est compatible avec les déficits budgétaires encore élevés que connaît l'Etat belge. Au niveau où ceux-ci ont été actuellement réduits, la réponse est positive car l'existence d'une épargne privée tradi-

8— Une loi de « sauvegarde de la compétitivité » adoptée en janvier 1989, après le retour à la libre négociation collective des salaires, donne au Gouvernement la possibilité d'intervenir dans la formation des revenus et des coûts en cas de dérapage constaté de ceux-ci par rapport à l'évolution observée en moyenne chez les sept principaux partenaires commerciaux du pays.

7— La prime du DM vis-à-vis du FB s'est élevée en moyenne à 1,5 % en 1988 et 1,6 % en 1989.

## NOTES

tionnellement très importante permet, non seulement de financer le déficit public, mais de générer aujourd'hui un surplus courant de quelque 1 % du PNB (et même de 2 % pour l'Union économique belgo-luxembourgeoise).

Une partie de la prime d'intérêt actuelle sur les placements en franc belge s'explique cependant probablement par la vulnérabilité des finances publiques belges, aux yeux de beaucoup d'observateurs, à tout ralentissement sensible de la croissance ou nouveau durcissement de la politique monétaire à l'échelle internationale. C'est pourquoi le rapport entre la dette publique et le produit national, après avoir été stabilisé, doit maintenant être réduit.

### Les instruments

Le mode actuel d'exercice de la politique monétaire belge — via la fixation administrée des taux des certificats de trésorerie — est, on l'a vu, très efficace, mais aussi très particulier.

Cette spécificité résulte de caractéristiques qui ont été mentionnées précédemment mais qui pourraient disparaître dans le futur. S'il semble assez peu probable qu'une forte diminution de la dette publique puisse, à moyen terme, entraîner à elle seule une compression significative de l'encours des certificats de trésorerie, le volume des émissions de certificats pourrait, en revanche, se réduire progressivement si le Trésor cherchait à consolider sa dette en monnaie nationale.

En tout état de cause, ce mode d'exercice mérite d'être réexaminé car il présente différents inconvénients.

- Il nécessite une décision discrétionnaire et publique des autorités monétaires — en l'occurrence la Banque Nationale — à chaque modification de taux, même légère. Dans le contexte de baisse des taux où cet instrument a longtemps été utilisé, cette caractéristique ne posait guère problème. En revanche, dans le contexte de hausse des taux observé en 1988-1989, elle a tendance à donner aux observateurs, selon leur sensibilité, l'impression d'une hésitation ou, au contraire, d'un acharnement dans le chef de ceux qui doivent décider ces modifications.

- Il présente un coût pour le Trésor. Dans la plupart des autres pays, les taux des titres de la dette publique à court terme, en raison de la qualité du débiteur, s'établissent quelque peu en dessous des taux monétaires courants (taux interbancaire,

taux des dépôts à court terme sur les Euro-marchés, taux des gros dépôts) tandis qu'en Belgique ils s'établissent en moyenne quelque peu au-dessus.

Cette situation relève de multiples causes : en Belgique, étant donné le recours important des pouvoirs publics à cette forme de financement, le certificat de trésorerie n'a pas le caractère d'un papier de qualité rare ; d'autre part, en raison d'une émission au robinet accessible à un nombre limité de détenteurs (institutions financières belges et luxembourgeoises et organismes para-étatiques), les placeurs potentiels ne doivent pas entrer en concurrence pour en acquérir ; enfin, les mêmes facteurs, associés à la grande diversité des durées disponibles et au large éventail d'échéances, expliquent pourquoi un marché secondaire important ne s'est jusqu'à présent pas réalisé en Belgique.

- Il est en contradiction avec les perspectives européennes d'union monétaire. En faisant reposer sa politique monétaire exclusivement sur l'instrument des taux, la Banque centrale belge doit évidemment renoncer à influencer la liquidité des participants au marché monétaire. D'autre part, en adaptant leurs portefeuilles de certificats de trésorerie, les institutions financières peuvent reporter presque entièrement sur le Trésor leur excédent ou leur pénurie de liquidités.

Dans le contexte belge, c'est donc le Trésor qui doit s'adresser à la Banque centrale pour couvrir une pénurie ou absorber un excédent nets. L'assistance que la Banque accorde en principe à l'ensemble des participants au marché monétaire prend ainsi la forme d'un financement du Trésor<sup>9</sup> et est de ce fait assimilée à un financement monétaire du déficit budgétaire. Or un tel financement, déjà prohibé par la conception orthodoxe de la politique budgétaire, sera normalement interdit demain dans le cadre du système européen de Banques centrales décrit dans le « Rapport Delors », rapport auquel ont inégalement adhéré les autorités monétaires belges (tant le ministre que la Banque)<sup>10</sup>.

Par ailleurs, toujours dans le contexte d'une union économique et monétaire, et donc d'une coopéra-

9 — Le Trésor dispose de deux lignes de crédit à la Banque Nationale : l'une directe plafonnée à 37 milliards de FB et l'autre indirecte — via le Fonds des Rentes qui s'en sert pour souscrire des certificats de trésorerie ; le plafond de cette seconde ligne a été abaissé de 210 à 110 milliards entre janvier 1983 et décembre 1989.

10 — Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne. Voir spécialement les § 32 et 33.

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE

tion accrue entre les autorités monétaires des différents Etats membres de la Communauté, il convient, non seulement de coordonner les objectifs de la politique monétaire, mais aussi d'harmoniser la manière dont elle est mise en œuvre dans les divers pays. Or, en Belgique, l'instrumentation de la politique monétaire est aujourd'hui fondamentalement différente de celle qui est en vigueur dans la plupart des autres pays de la Communauté.

Un certain élargissement des instruments disponibles est déjà récemment intervenu.

Ainsi une loi de décembre 1988 a accordé à la Banque Nationale le pouvoir de fixer des réserves obligatoires aux institutions financières<sup>11</sup>. On doit cependant constater qu'à une époque caractérisée par les innovations financières, la libération des mouvements de capitaux et, demain, par la libre prestation des services financiers dans l'espace européen intégré, le maniement des réserves obligatoires est, semble-t-il, de moins en moins considéré comme un instrument majeur de la politique monétaire dans les pays où il était couramment utilisé.

D'autre part, au printemps 1989, la Banque Nationale a instauré un nouveau système d'octroi de crédits aux établissements financiers en leur proposant de participer à des adjudications d'avances à terme fixe sur nantissement d'effets publics et de prises en pension d'effets commerciaux. La durée de ces crédits est de quinze jours. La Banque s'est ainsi donné la possibilité d'adresser un signal supplémentaire au marché (simultanément ou non à une modification du taux des certificats de trésorerie) et d'agir sur ses segments les plus courts; l'introduction de ce nouveau système a également permis à la Banque de renouer le contact — quelque peu perdu — avec les établissements financiers.

Les autorités sont cependant aujourd'hui convain-

cues que les dispositifs de la politique monétaire belge devront sous peu être repensés plus fondamentalement.

Dans cette perspective, on songe :

- à ouvrir plus largement le marché des certificats de trésorerie, notamment aux entreprises résidentes non financières et aux placeurs étrangers (institutions financières et autres) ;
- à susciter un marché secondaire large et actif pour assurer la liquidité de ces placements et renforcer l'intérêt à leur égard ;
- à remplacer le régime actuel d'émission continue des certificats de trésorerie par une procédure d'adjudications concurrentielles périodiques dont le Trésor pourrait fixer lui-même le montant et les taux ;
- et, en complément, à élargir la gamme des instruments d'intervention de la Banque centrale de façon à lui donner les moyens (notamment par des opérations d'open market et de repos) d'influencer la liquidité des intermédiaires financiers. Si la Banque ne disposait plus du pouvoir de fixer de façon discrétionnaire les taux directeurs du marché monétaire, elle devrait, en effet, chercher à exercer sur les taux une action indirecte *via* le volume, la composition et les conditions de ses apports de liquidités, auxquels les institutions financières seraient à nouveau obligées de recourir.

Avec la réduction<sup>12</sup> de 25 à 10 % du précompte mobilier (retenue à la source libératoire) perçu sur les nouveaux actifs financiers à revenu fixe et l'abolition anticipée du système du double marché des changes<sup>13</sup>, la réforme des instruments de la politique monétaire constitue le dernier élément d'un tryptique qui devrait, selon les autorités belges, contribuer à renforcer la bonne tenue du franc. □

12 — Entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mars 1990.

13 — Ce système (qui conduisait, en cas de tensions sur le franc, à renchérir quelque peu le prix d'achat des devises sur le marché non réglementé) a, en réalité, permis à la Belgique et au Luxembourg d'assurer dès le milieu des années 50 — soit bien avant la plupart des autres Etats européens — la liberté des mouvements de capitaux entre le pays et l'étranger. Mais il était désormais considéré par beaucoup d'opérateurs comme une formalité bureaucratique et anachronique.

Son abolition était prévue, dans le cadre des dispositions européennes, pour le 31 décembre 1992 au plus tard. Les écarts de cours entre les deux marchés étant devenus nuls depuis quelque temps, l'unification a pu être décidée dès le 5 mars 1990.

11 — En fait, les autorités monétaires disposaient déjà antérieurement de cette possibilité mais la loi de 1973 subordonnait le recours à cet instrument à la présence d'impératifs conjoncturels et limitait à 6 mois le délai d'application.