

Le contrôle des liquidités en Belgique (*)

Introduction.

Le contrôle des liquidités constitue, pour les autorités responsables, un moyen d'influencer la demande de biens et services nationaux et les achats des devises, de manière à promouvoir les objectifs généraux de toute politique financière et économique: le progrès économique et social, le plein emploi, la stabilité monétaire et l'équilibre de la balance des paiements.

Les biens et services nationaux et les devises ne peuvent être acquis que contre de la monnaie; ceci est une tautologie puisque la monnaie se définit comme étant tout ce qui est généralement accepté en paiement. Les résidents dont la demande de biens et services nationaux et les achats de devises dépassent le revenu au cours d'une période devront, dès lors, pour financer l'excédent, avoir recours à l'un des trois moyens suivants:

1) Utiliser de la monnaie thésaurisée au cours de périodes antérieures.

2) Convertir en monnaie des actifs financiers non monétaires. En Belgique, ces actifs sont constitués principalement par des dépôts à terme auprès des banques, par des dépôts d'épargne auprès des caisses d'épargne et par des fonds publics. On s'accorde généralement aujourd'hui à les considérer, ou à considérer au moins

(*) L'auteur tient à remercier ici son collègue Monsieur R. Beauvois, Chargé de cours à l'Université Libre de Bruxelles, qui a bien voulu lire le manuscrit du présent article et dont les observations ont permis d'améliorer un certain nombre de passages. La responsabilité du texte final incombe, bien entendu, à l'auteur seul.

Le présent article ne donne, au sujet du marché monétaire belge, que les détails dont la connaissance est indispensable pour comprendre le contrôle des liquidités. Le lecteur qu'une description systématique de ce marché intéresserait la trouvera dans le *Bulletin d'Information et de Documentation de la Banque Nationale de Belgique*, avril 1960, pp. 161-180. « Le marché monétaire en Belgique ».

certains d'entre eux, comme des liquidités au même titre, bien que pas au même degré que la monnaie.

3) Obtenir de la monnaie en s'endettant.

Au cas de la monnaie obtenue par ce dernier moyen peut être assimilé celui de la monnaie créée en échange d'or ou de créances sur l'étranger.

Lorsque les autorités responsables désirent provoquer ou empêcher un gonflement de la demande de biens et services nationaux et des achats de devises, elles peuvent s'efforcer d'atteindre ce résultat en encourageant ou en décourageant l'usage des trois moyens cités ci-dessus. Dans les pages qui suivent, nous examinerons de quels instruments les autorités belges disposent pour donner pareil encouragement ou agir en sens opposé. Pour la facilité de l'exposé et compte tenu de la structure financière en Belgique, les diverses origines que peut avoir la monnaie utilisée pour financer un excédent de dépenses seront regroupées de la façon suivante :

1) Déthésaurisation et conversion de dépôts bancaires à terme en monnaie.

2) Monnaie provenant d'un endettement envers les organismes monétaires, en ce compris la monnaie créée en échange d'or ou de créances sur l'étranger.

3) Monnaie provenant de la vente de fonds publics, de retraits de dépôts auprès des caisses d'épargne et d'un endettement envers des organismes non monétaires.

Chapitre I: Déthésaurisation et conversion de dépôts bancaires à terme en monnaie.

Les autorités responsables n'ont normalement à leur disposition aucun moyen d'empêcher les détenteurs de monnaie oisive d'utiliser celle-ci pour financer un flux de dépenses.

La seule méthode susceptible de prévenir la mise en circulation d'une monnaie oisive serait de la démonétiser. C'est celle qui est employée lors d'une réforme monétaire. On y a eu recours en Belgique au mois d'octobre 1944, c'est-à-dire peu de temps après la libération du territoire: sous l'occupation, un volume énorme de monnaie avait été émis pour payer les marchandises livrées sans contrepartie à l'ennemi et pour permettre à l'Etat d'acquitter les

contributions de guerre qui lui étaient imposées; cette monnaie nouvelle était restée, dans une large mesure, oisive, faute de biens et de services qu'elle aurait pu acheter; on pouvait craindre cependant que, quand le pays recommencerait à être approvisionné, elle apparaîtrait en masse sur les marchés, provoquant une hausse brutale des prix; pour cette raison, la monnaie et les dépôts à terme et d'épargne à moins de deux ans qui existaient au moment de la réforme furent bloqués, sauf une fraction peu importante correspondant au volume, assez restreint à l'époque, des transactions; 40 p.c. des montants bloqués furent libérés au fur et à mesure que les transactions se développaient, les dernières libérations ayant lieu en janvier 1949; les 60 p.c. restants furent convertis au mois de janvier 1946 en un « Emprunt de l'Assainissement Monétaire » dont l'amortissement, réalisé en partie grâce au produit d'impôts spéciaux se poursuivra encore jusqu'en 1972.

En pratique, une réforme monétaire ne peut guère, dans une économie qui n'est pas collective, être effectuée par des autorités monétaires que si elle porte sur une monnaie qui a été émise par d'autres autorités monétaires, comme ce fut le cas en Belgique en 1944. Si des autorités monétaires démonétisaient de la monnaie qu'elles ont elles-mêmes émise, elles risqueraient de jeter le discrédit sur leurs émissions ultérieures: craignant de voir à tout moment la monnaie perdre son pouvoir libérateur, les entreprises et les particuliers s'empresseraient de la dépenser dès qu'ils la recevraient, ce qui revient à dire que la monnaie perdrait son caractère d'instrument d'épargne avec tous les effets déstabilisateurs que cela implique.

En définitive, les autorités monétaires ne peuvent, en période normale, agir sur la déthésaurisation que de façon préventive, en empêchant que des stocks trop importants de monnaie oisive se constituent ou tout au moins qu'ils s'accroissent sans nécessité. C'est là l'un des objectifs de la politique monétaire belge. Il est d'autant plus important en Belgique que le stock moyen de monnaie oisive par particulier ou par entreprise y est sans doute déjà plus considérable que dans beaucoup d'autres pays. On peut, en effet, supposer que le rapport entre la monnaie active et le produit national est assez semblable dans les différents pays développés; si donc le rapport entre le stock monétaire global et le produit national brut est particulièrement élevé dans un pays, c'est signe que la monnaie oisive y est particulièrement abondante; or, d'après les

chiffres suivants et sous réserve qu'ils ne sont peut-être pas entièrement comparables, ce rapport dépasse en Belgique ce qu'il atteint dans les autres pays du Marché commun, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis :

	Stock monétaire en milliards d'unités moné- taires nationales à la fin de 1959	Produit national brut en milliards d'unités moné- taires nationales en 1959	Stock monétaire. à la fin de 1959 en pour cent du produit natio- nal brut en 1959
Belgique	216,3	573	38
Allemagne	44,4	249,7	18
France	84,77 (1)	257,1 (1)	33
Italie	6,559	17,734	37
Pays-Bas	10,55	38,75	27
Royaume-Uni	5,94	23,70	25
Etats-Unis	144,0	482,1	30

(1) Nouveaux francs.

Source: International Financial Statistics.

Si les entreprises et particuliers belges détiennent une quantité relativement élevée de monnaie oisive, c'est surtout, semble-t-il, parce qu'ils préfèrent, pour des raisons fiscales, conserver une partie importante de leurs actifs financiers sous forme de billets. Au surplus, les possibilités de placements à court terme sont plus limitées en Belgique qu'à l'étranger, du fait que les certificats de trésorerie émis à moins de cinq ans n'y sont pas accessibles aux entreprises et particuliers.

Faute de pouvoir décourager la déthésaurisation une fois que les entreprises et les particuliers se sont constitué des encaisses oisives, les autorités belges peuvent-elles freiner la conversion de dépôts bancaires à terme en monnaie?

Le seul facteur qui soit susceptible d'influencer une telle conversion est le niveau des taux d'intérêt bonifiés sur les dépôts à terme. Il faut donc d'abord se demander si les autorités belges peuvent provoquer une modification de ce niveau. La réponse est affirmative. Alors qu'avant la réforme du marché monétaire de novembre 1957, les taux bonifiés sur les dépôts bancaires à terme en francs belges étaient, comme le sont encore aujourd'hui ceux boni-

fiés sur les dépôts à vue, fixés *ne varientur*, depuis cette réforme ils varient en fonction du taux d'escompte de la Banque Nationale.

Dans ces conditions, la question de savoir si les autorités belges peuvent exercer une influence sur une conversion de dépôts bancaires à terme en monnaie se ramène à la question de savoir si cette conversion serait découragée par une hausse des taux d'intérêt bonifiés sur les dépôts à terme.

La réponse à cette question dépend de l'usage auquel est destinée la monnaie provenant de la conversion des dépôts à terme. Si cette monnaie doit servir à l'investissement ou à la consommation, l'efficacité d'un relèvement du taux d'escompte serait probablement très réduite. Un investissement financé par une conversion de dépôts à terme consistera souvent en un stockage en vue de gains spéculatifs; un tel stockage est peu élastique au taux d'intérêt; il le sera d'autant moins lorsque l'intérêt constitue non pas un coût, mais, comme dans le cas qui nous occupe, un simple manque à gagner. Une consommation financée par une conversion de dépôts à terme a aussi fréquemment une origine spéculative et ne serait sans doute pas non plus découragée par une hausse des taux bonifiés sur ces dépôts.

Un autre cas où un relèvement du taux d'escompte ne serait pas efficace est celui où des dépôts bancaires à terme sont convertis en monnaie pour acheter des devises parce que les cours de celles-ci paraissent devoir hausser.

Mais si, au contraire, le but de la conversion des dépôts bancaires à terme en monnaie est l'achat de devises parce que les placements à court terme sont plus rémunérateurs à l'étranger qu'en Belgique, la Banque Nationale pourra, en majorant son taux d'escompte, faire disparaître cette disparité dans la rémunération du capital et inciter les détenteurs à conserver leurs dépôts. Un exemple typique d'une majoration du taux d'escompte belge décidée à cette fin est celle de 0,75 p.c. le 24 décembre 1959; les raisons de cette majoration furent exposées comme suit dans le Rapport de la Banque sur les opérations de l'année 1959 (pp. 11-12):

« Les capitaux à court terme se sont... trouvés sollicités par les rendements meilleurs offerts sur les marchés étrangers. Dans certains pays, la reprise conjoncturelle, plus avancée ou moins saine, s'était déjà accompagnée de pressions sur les prix ou sur les paiements extérieurs; les autorités monétaires avaient haussé les taux d'escompte. Le loyer de l'argent sur les marchés monétaires locaux avait épousé une tendance

parallèle... En Belgique, la conjoncture intérieure étant différente, la tendance à la hausse des taux d'intérêt à court terme était restée assez faible jusqu'en décembre... Or, dans un marché international des changes largement libéré, les disparités de taux ont repris leur rôle compensateur. L'écart qui se creusait entre le rendement des placements à court terme en Belgique et à l'étranger faisait naître le risque d'un... déséquilibre... Aussi, la Banque a majoré ses taux... ».

En résumé, les considérations développées dans ce premier chapitre permettent de dégager deux conclusions quant au contrôle des liquidités par les autorités monétaires en Belgique :

1) Les autorités monétaires belges doivent être particulièrement attentives à ne pas gonfler sans nécessité le stock de monnaie oisive, celui-ci atteignant déjà un niveau particulièrement élevé en Belgique et pouvant se transformer à tout moment, au gré des détenteurs, en monnaie active.

2) Un relèvement du taux d'escompte de la Banque Nationale de Belgique peut décourager une conversion de dépôts bancaires à terme en monnaie lorsque cette conversion est provoquée par l'attrait de taux d'intérêt à court terme élevés à l'étranger.

Chapitre II: Monnaie provenant d'un endettement envers les organismes monétaires.

Les principaux secteurs qui peuvent se procurer de la monnaie en s'endettant vis-à-vis des organismes monétaires sont l'Etat, les entreprises et les particuliers (1).

En outre, ces trois secteurs peuvent obtenir de la monnaie en cédant aux organismes monétaires des créances qu'ils se sont acquises sur l'étranger (2). En d'autres termes, la quantité de monnaie dont disposent l'Etat, les entreprises et les particuliers s'accroîtra également si la balance des paiements se solde par un boni. Cette balance se subdivise, comme on sait, en trois grandes catégories d'opérations: les transactions courantes, le mouvement des capi-

(1) Ces deux derniers secteurs sont traités conjointement dans le présent article, le matériel statistique belge ne faisant pas, en général, de distinction entre eux.

(2) Il arrive que les entreprises et les particuliers n'aient pu acquérir des créances sur l'étranger que parce que des crédits avaient été accordés à celui-ci par les organismes monétaires. Dans ce cas, il serait plus conforme à la réalité de considérer l'étranger comme un quatrième secteur qui se procure de la monnaie en s'endettant vis-à-vis de ces organismes.

taux officiels et le mouvement des capitaux privés. En Belgique (3), depuis tout un temps déjà, les transactions courantes laissent le plus souvent, et le mouvement des capitaux officiels laisse deux années sur trois, un surplus, tandis que le mouvement des capitaux privés laisse régulièrement un déficit :

	Transactions courantes	Mouvement des capitaux officiels	Mouvement des capitaux privés
	(en milliards de francs belges)		
1951	+ 14,3	+ 0,4	- 1,9
1952	+ 11,5	- 3,7	- 2,8
1953	+ 0,6	+ 1,4	- 2,0
1954	- 2,8	+ 2,6	- 3,4
1955	+ 10,9	+ 2,5	- 7,7
1956	+ 13,3	- 3,6	- 8,0
1957	+ 10,0	+ 1,4	- 7,5
1958	+ 18,7	+ 2,4	- 5,0
1959	+ 3,6	- 3,5	- 2,1
1960	+ 5,5	+ 4,9	- 2,5

Le boni du mouvement des capitaux officiels reflète les appels faits par l'Etat belge aux marchés financiers extérieurs. Ces appels présentent cette particularité qu'ils n'ont pas pour but de procurer à l'Etat des devises qui lui permettraient d'effectuer des dépenses à l'étranger, mais bien de lui procurer, par la vente aux organismes monétaires belges des devises empruntées, des francs belges qui pourront être utilisés à des dépenses en Belgique. En d'autres termes, s'endetter vis-à-vis des organismes monétaires et s'endetter vis-à-vis de l'étranger constituent, pour l'Etat belge, deux moyens dont il se sert, pour ainsi dire indifféremment suivant les circonstances, en vue d'obtenir de la monnaie. C'est pourquoi ces deux moyens et les limites qui existent à leur utilisation seront considérés conjointement dans une première section du présent chapitre.

Une seconde section traitera des crédits octroyés par les organismes monétaires aux entreprises et aux particuliers.

(3) Pour être précis, il faudrait écrire « En Union Economique Belgo-Luxembourgeoise », car il n'existe pas de balance des paiements pour la Belgique seule. C'est dans un souci de brièveté que le terme « Belgique » est employé ici et dans les autres passages du présent article qui traitent de la balance des paiements.

La création de monnaie due aux bonis des transactions courantes et la destruction de monnaie due aux sorties de capitaux privés feront l'objet d'une troisième section.

Section 1: Financement monétaire de l'Etat.

En Belgique, le budget global de l'Etat se clôture régulièrement en déficit. Ce déficit est normalement plus important dans les années de basse conjoncture (1953-1954 et 1958-1959) que dans les années de haute conjoncture (1956-1957):

Exercice ou année civile (1)	Budget ordinaire			Solde du budget extraordi- naire	Solde budgétaire global	Moyenne journalière du nombre de chô- meurs contrôlés
	Recettes	Dépenses	Solde			
	(en milliards de francs belges)					(en milliers)
1953	76,7	77,4	- 0,7	- 14,4	- 15,1	246
1954	75,8	79,7	- 3,9	- 14,5	- 18,4	225
1955	82,1	81,0	+ 1,1	- 14,0	- 12,9	172
1956	90,3	86,1	+ 4,2	- 10,0	- 5,8	145
1957	95,8	88,0	+ 7,8	- 15,0	- 7,2	117
1958	94,3	101,4	- 7,1	- 17,6	- 24,7	181
1959	100,2	108,4	- 8,2	- 17,5	- 25,7	199
1960	108,1	111,2	- 3,1	- 23,4	- 26,5	158

(1) 1953-1956: exercices (l'exercice va en principe du 1er janvier de l'année correspondante au 31 mars de l'année suivante); 1957-1960: années civiles.

Pour quelles raisons le déficit budgétaire belge fluctue-t-il de cette manière?

Ce n'est pas parce que les autorités monétaires mettent délibérément de la monnaie à la disposition de l'Etat quand la conjoncture est mauvaise. Une telle politique dans le chef de ces autorités se justifierait d'un point de vue conjoncturel, mais elle aurait des résultats néfastes à long terme. Etant donné, en effet, qu'en Belgique, les moyens de financement disponibles déterminent, en fait, dans une large mesure l'ampleur du déficit budgétaire, elle aboutirait à gonfler le montant total que ce déficit atteindrait au cours de chaque cycle économique complet. Or, pour les raisons qui seront

exposées plus loin, un tel gonflement risquerait d'être préjudiciable à l'économie belge.

Les fluctuations du déficit budgétaire ne sont pas dues non plus à une adaptation délibérée de la fiscalité et des dépenses à l'état de la conjoncture, sauf jusqu'à un certain point dans le cas des dépenses extraordinaires.

Si le déficit budgétaire s'accroît quand la conjoncture se détériore et inversement, c'est à cause des facteurs mêmes qui déterminent l'évolution des recettes et dépenses publiques. Les unes et les autres sont en expansion fondamentale: les recettes augmentent avec le revenu national et les dépenses au fur et à mesure que s'étendent les activités, les interventions et les engagements de l'Etat. Pendant la phase descendante d'un cycle économique cependant, la progression des recettes se ralentit et peut même faire place à une contraction, tandis que celle des dépenses se poursuit et peut même s'accélérer par suite notamment du gonflement des dépenses de chômage; pendant la phase ascendante, au contraire, la progression des recettes s'accélère, tandis que celle des dépenses peut se ralentir.

En Belgique, le déficit budgétaire enregistre donc, en général, des variations spontanées qui tendent à atténuer l'ampleur des oscillations conjoncturelles. Il n'en est cependant pas toujours ainsi. En 1960, le déficit budgétaire ne s'est pas réduit malgré l'amélioration très sensible de la conjoncture. La raison en est que, entre 1958 et 1960, deux types de dépenses, celles d'enseignement et celles pour le Congo, ont brutalement augmenté à la suite de décisions et d'événements de caractère politique. C'est notamment en vue de ramener, en 1961, le déficit budgétaire à un niveau plus compatible avec une période de haute conjoncture que le Gouvernement au pouvoir avant les dernières élections législatives avait fait voter la loi dite unique, destinée principalement à accroître les recettes fiscales et à permettre des économies en matière de dépenses publiques, et que le Gouvernement actuel a pris diverses mesures d'exécution dans le cadre de cette loi.

Si l'on fait abstraction de la période la plus récente cependant, le comportement conjoncturel du déficit budgétaire au cours des dernières années n'appelle pas de critiques. On ne peut malheureusement pas en dire autant de son niveau absolu qui a manifestement été trop élevé. Pour s'en convaincre, il suffit de constater que, de la fin de 1948 à la fin de 1957, l'endettement net de l'Etat a aug-

menté de 41,4 p.c. en Belgique, alors qu'il s'est accru de 0,7 p.c. seulement aux États-Unis et qu'il a diminué de 1,2 p.c. au Royaume-Uni et de 20,9 p.c. aux Pays-Bas (4).

Au surplus, ainsi qu'on le verra plus loin, le déficit budgétaire aurait été encore plus important qu'il ne l'a été si l'État avait pu faire appel sans limite au crédit des organismes monétaires.

Bien que se situant à un niveau élevé, le déficit budgétaire n'a pas jusqu'à présent compromis la stabilité du franc belge. Pour ne citer qu'un seul indice de cette stabilité, le coût de la vie n'a haussé que de 10 p.c. en Belgique entre 1953 et 1960, alors que, pendant la même période, la hausse a été de 11 p.c. aux États-Unis, de 14 p.c. en Allemagne, de 15 p.c. en Italie, de 21 p.c. au Royaume-Uni et aux Pays-Bas et de 34 p.c. en France. Rien ne prouve cependant que si l'octroi de crédits plus considérables par les organismes monétaires au Trésor avait rendu possible un déficit budgétaire plus élevé, la stabilité monétaire n'aurait pas été ébranlée. Au surplus, même s'il avait provoqué la résorption de moyens de production inemployés plutôt qu'une hausse des prix, ce déficit supplémentaire n'aurait pas été souhaitable, et ce pour deux raisons.

En premier lieu, il n'est pas indifférent que le plein emploi des facteurs de production soit assuré par tel moyen plutôt que par tel autre. Mieux vaut qu'il le soit par le développement des investissements productifs que par le gonflement du déficit budgétaire, car seul le premier de ces moyens est susceptible d'accélérer le rythme de croissance, lequel est tout aussi important que le plein emploi pour la prospérité économique et le bien-être social d'un pays.

En second lieu, le financement d'un déficit budgétaire supplémentaire par des crédits des organismes monétaires aurait abouti à renforcer le stock de monnaie oisive. Or, comme on l'a vu plus haut, ce stock, que ses détenteurs peuvent à tout moment jeter dans la circulation, est déjà particulièrement élevé en Belgique.

Il résulte de ce qui précède que la limitation des crédits des organismes monétaires au Trésor belge est une nécessité.

Dans le reste de la présente section, nous examinerons comment cette limitation est assurée et comment elle assure à son tour une limitation du déficit budgétaire.

(4) *Bulletin d'Information et de Documentation de la Banque Nationale de Belgique*, août 1958, « Evolution de l'endettement de l'État belge, 1948-1957 », p. 106.

Il existe en Belgique trois catégories d'organismes monétaires : la Banque Nationale, des organismes publics et les banques de dépôts.

En vertu de l'article 20 des statuts de la Banque Nationale, le montant du portefeuille de celle-ci en effets à court ou à moyen terme émis ou garantis par l'État belge, par la Colonie, par le Grand-Duché de Luxembourg ou émis par des organismes dont les engagements sont garantis par l'État belge et en effets publics nationaux à long terme ne peut dépasser une limite qui est fixée par conventions entre le Ministre des finances et la Banque. En vertu d'une convention signée le 14 septembre 1948, immédiatement après l'entrée en vigueur de l'article 20 sous la forme mentionnée ci-dessus, la limite en question est, depuis cette date, de 10 milliards de francs belges (5).

En ce qui concerne les organismes publics monétaires, nous nous bornerons à examiner le cas de l'Office des Chèques Postaux. Celui-ci est une simple subdivision de l'administration de l'État, sans personnalité juridique propre, et toute somme déposée auprès de lui est automatiquement mise à la disposition du Trésor. On peut donc dire que toute augmentation du stock monétaire entraîne un financement monétaire de l'État dans la mesure où elle prend la forme d'un accroissement d'avoirs en comptes de chèques postaux. L'importance que peut revêtir un financement monétaire ayant cette origine ne doit cependant pas être exagérée. Les avoirs des entreprises et des particuliers à l'Office des Chèques Postaux ne constituent qu'une fraction relativement faible du stock monétaire : 12 p.c. au 31 décembre 1960.

Venons-en maintenant au financement du Trésor par les banques de dépôts et voyons tout d'abord quels sont les effets d'État (6) que ces institutions détiennent. Ils peuvent être répartis en trois catégories :

1) Des emprunts d'État à 5 ans et plus qui sont émis par souscription publique et qui sont négociés en bourse.

(5) Depuis le 15 avril 1952, une marge de crédit de 333 millions de francs belges est ouverte, en outre, à l'État luxembourgeois; elle n'a été utilisée que pendant quelques mois en 1952.

(6) Par souci de brièveté, le terme « effets d'État » est utilisé dans le présent article pour désigner l'ensemble des emprunts consolidés de l'État et des certificats de trésorerie à moyen et à court terme. On ne le trouve pas dans les textes officiels et la littérature financière belges qui utilisent, par contre, le terme analogue « effets publics » pour désigner l'ensemble des titres consolidés, à moyen et à court terme émis ou garantis par l'État.

2) Des certificats à un an au plus que seuls les banques et des organismes publics peuvent souscrire; ce sont des certificats émis par adjudications à 6, 9 et 12 mois et des certificats dits « à très court terme » qui sont actuellement émis à 1, 2, 3 et 4 mois.

3) Des certificats que seules les banques peuvent souscrire; ce sont notamment des certificats à 12 mois, actuellement dits « de la tranche A », et des certificats à 4 mois, actuellement dits « de la tranche B ».

Dans leurs décisions d'augmenter ou de réduire leur portefeuille en ces divers effets, les banques sont influencées par l'évolution de leurs engagements en francs belges à deux ans ou moins, en raison des coefficients de couverture qui leur sont imposés par la Commission Bancaire.

La Commission Bancaire est un organisme public autonome chargé notamment du contrôle des banques.

Le coefficient de couverture est le rapport minimum qui doit exister entre les moyens de trésorerie, les prêts au jour le jour et les avoirs en effets publics des banques, d'une part, et leurs engagements en francs belges à deux ans ou moins, d'autre part. Il est actuellement fixé à 65 p.c. (7) par la Commission Bancaire.

Tous les effets d'Etat mentionnés plus haut peuvent concourir à constituer la couverture des engagements à plus d'un mois.

Par contre, pour la couverture des engagements à un mois au plus, entrent seuls en ligne de compte les mêmes effets dont l'échéance ne dépasse pas trois ans. En outre, cette couverture est subdivisée, dans un rapport de 3 1/3 à 1, en une couverture dite « partielle » et en une couverture dite « diversifiée » (8); parmi les effets d'Etat, les seuls qui soient éligibles pour former la couverture partielle sont les certificats de trésorerie des tranches A et B.

Si le système des coefficients de couverture qui vient d'être décrit influence le financement monétaire du Trésor par les banques, il est loin de le déterminer entièrement.

(7) Cette prescription et les autres prescriptions décrites plus loin sont celles qui sont applicables aux banques dites « de grande circulation », qui, par l'ampleur de leurs moyens d'action, sont de loin les plus importantes.

(8) En d'autres termes, le rapport entre la couverture partielle et les engagements à un mois au plus doit être d'au moins 50 p.c. et le rapport entre la couverture diversifiée et les mêmes engagements, d'au moins 15 p.c., la somme de ces deux pourcentages donnant le rapport de 65 p.c. auquel est fixé, comme il a été dit plus haut, le coefficient de couverture.

D'une part, les effets d'Etat ne sont pas les seuls actifs qui peuvent constituer la couverture. Plus particulièrement, celle-ci peut comprendre les certificats qui sont émis, depuis la réforme du marché monétaire de novembre 1957, par le Fonds des Rentes, un organisme dont il sera plus longuement question au chapitre III ci-dessous. Ces certificats sont même les seuls effets publics, avec les certificats de trésorerie des tranches A et B, à pouvoir être inclus dans la couverture partielle. Comme, au surplus, l'encours des certificats des tranches A et B a été fixé *ne varietur* au moment de la réforme de novembre 1957, les banques ne peuvent actuellement accroître leur couverture partielle qu'en souscrivant des certificats du Fonds des Rentes. En d'autres termes, le gonflement des crédits à l'Etat que provoque le coefficient de couverture en cas d'augmentation des engagements à un mois au plus n'atteint plus au maximum que 15 p.c. du montant de cette augmentation.

D'autre part, rien n'empêche les banques d'avoir en portefeuille plus d'effets d'Etat qu'il ne leur en faut pour satisfaire à leurs obligations en matière de coefficients de couverture. Elles se constitueront de tels excédents de couverture si certains effets d'Etat sont, à liquidité égale, plus rentables que les crédits aux entreprises et particuliers ou si la demande pour ces crédits est si faible que leur financement, sans réescompte à la banque centrale, n'absorbe pas la totalité des moyens d'action librement disponibles.

Il n'existe donc pas un rapport rigide entre l'évolution des engagements à deux ans ou moins des banques et celle de leurs crédits à l'Etat et la Banque Nationale est en mesure de freiner l'augmentation de ces crédits grâce à l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt de certains effets d'Etat.

En premier lieu, la Banque Nationale veille à ce que le rendement des effets d'Etat ne soit pas si attrayant, compte tenu de leur liquidité, que les banques, pour en souscrire, réescomptent auprès d'elle des effets commerciaux. Dans ce cas, en effet, elle serait amenée à financer indirectement le Trésor.

En second lieu, la Banque Nationale peut inciter les banques à détenir des certificats du Fonds des Rentes plutôt que des effets d'Etat. Il existe notamment un certificat de trésorerie dont les caractéristiques sont très similaires à celles du certificat du Fonds des Rentes et dont le taux d'intérêt est fixé par la Banque; c'est le certificat à très court terme à 4 mois. A taux égal, les banques préfèrent les certificats du Fonds des Rentes, car ceux-ci peuvent

constituer la couverture de tout engagement, tandis que les certificats à très court terme ne peuvent constituer la couverture des engagements à un mois au plus qu'à concurrence de 15/65e de celle-ci. Les certificats à très court terme à 4 mois portant actuellement intérêt au même taux que les certificats du Fonds des Rentes, les banques n'en détiennent guère.

En revanche, le portefeuille des banques en certificats du Fonds des Rentes dépasse le montant qu'il doit atteindre pour que les coefficients de couverture soient respectés. Entre la fin de novembre 1957, c'est-à-dire immédiatement après la réforme du marché monétaire, et la fin de novembre 1960, les dépôts et comptes courants bancaires à un mois au plus en francs belges ont augmenté de 7 ou 8 milliards; cette augmentation obligeait les banques à souscrire un minimum de 3,5 à 4 milliards de certificats du Fonds des Rentes. En fait, elles en ont souscrit pour 5,9 milliards.

Le même phénomène peut être décrit d'un point de vue un peu différent. Depuis 1957, les excédents de couverture se sont sensiblement accrus du fait que la demande de crédits en provenance des entreprises et particuliers a été faible relativement aux moyens d'action nouveaux recueillis par les banques. Les chiffres du paragraphe précédent montrent que ces excédents supplémentaires ont été constitués en partie sous la forme de certificats du Fonds des Rentes.

Il ressort de l'analyse qui précède qu'il n'existe pas en Belgique de maximum absolu aux crédits qui peuvent être accordés au Trésor par les organismes monétaires. Ces crédits s'accroissent lorsque augmentent les avoirs des entreprises et particuliers en comptes de chèques postaux et les engagements des banques en francs belges à deux ans ou moins; encore leur accroissement est-il actuellement beaucoup moins considérable en cas d'augmentation des engagements des banques à un mois au plus qu'il ne l'était avant la réforme du marché monétaire de novembre 1957.

Mais si les crédits accordés au Trésor par les organismes monétaires ne sont pas soumis à un maximum absolu, ils ne peuvent pas augmenter sans limites au cours d'une période donnée. Le portefeuille de la Banque Nationale en effets publics est, quant à lui, soumis à un maximum absolu et les souscriptions d'effets d'Etat par les banques sont contrôlées par l'influence que la Banque exerce sur les taux d'intérêt de ces effets.

Il est vrai que l'Etat peut financer ses dépenses au moyen de monnaie nouvellement créée, non seulement en obtenant des crédits des organismes monétaires, mais aussi en leur cédant des devises empruntées. Mais de tels emprunts en devises ne sont pas non plus possibles sans limites: les marchés financiers étrangers peuvent, à certaines époques, subir des resserrements qui en ferment l'accès aux Trésoreries d'autres pays; à n'importe quelle époque, le principe de la répartition des risques les empêchera de consacrer plus qu'une certaine fraction de leurs ressources à des prêts en faveur d'un seul Etat.

Il existe donc bien en Belgique une limite aux dépenses que le Trésor peut financer au cours d'une période donnée avec de la monnaie nouvellement créée. L'action modératrice que cette limite exerce sur le déficit budgétaire est illustrée par le fait que, depuis 1952, le portefeuille de la Banque Nationale en effets publics belges n'a jamais été très inférieur au chiffre de 10 milliards de francs belges qu'il ne peut dépasser en vertu de la convention du 14 septembre 1948. Un écart considérable entre le montant effectif du portefeuille et le maximum autorisé aurait montré, au contraire, que les dépenses publiques n'étaient pas déterminées par les ressources disponibles pour leur financement.

Moyenne des dernières situations hebdomadaires de chaque mois	Portefeuille d'effets publics belges de la Banque Nationale de Belgique dans le cadre de la convention du 14 septembre 1948
	(en milliards de francs belges)
1951	4,6
1952	8,5
1953	7,9
1954	7,8
1955	8,2
1956	7,9
1957	9,2
1958	7,2
1959	7,8
1960	7,7

Il reste à dire quelques mots sur la manière dont la limite décrite ci-dessus, en matière de crédits des organismes monétaires et de l'étranger à l'Etat, amène ce dernier à rechercher de nouvelles

recettes ou à réduire ses dépenses. Une distinction doit être faite entre les mesures que l'Etat belge peut prendre à cette fin à court terme, d'une part, à long terme, d'autre part.

A court terme, l'Etat ne peut guère avoir recours qu'à des expédients. En recettes, l'emprunt à l'étranger peut jusqu'à un certain point être rangé dans cette catégorie. Parmi les dépenses, certaines, telles que le paiement des fonctionnaires ou le service de la dette publique, doivent être effectuées à dates fixes; d'autres cependant, certaines subventions par exemple, peuvent à la rigueur être différées pendant un certain temps et c'est ce que fait l'Etat lorsqu'il est à court de ressources.

De par leur nature même, des expédients de ce genre ne peuvent servir indéfiniment. Si le déséquilibre entre les recettes de l'Etat, y compris les produits d'emprunts et les crédits normaux des organismes monétaires, et ses dépenses n'est pas passager, mais fondamental, il devra être corrigé et non pas simplement camouflé. En dépenses, les adjudications de travaux publics pourront, par exemple, être réduites de manière à provoquer une contraction des décaissements quelques mois plus tard; en recettes, les taux des impôts pourront être relevés. L'utilité des restrictions qui existent au financement monétaire du Trésor est précisément de susciter de telles mesures de redressement financier en cas de déséquilibre fondamental, le recours aux expédients dont il a été question au paragraphe précédent permettant de gagner le temps nécessaire pour que ces mesures puissent être prises et sortent leurs effets.

Section 2: Crédits des organismes monétaires aux entreprises et particuliers.

Le volume des crédits demandés aux organismes monétaires par les entreprises et particuliers est susceptible d'être influencé par les conditions auxquelles ces crédits sont consentis: taux d'intérêt, durée, objets auxquels ils peuvent être affectés.

Ces conditions ne peuvent en général être fixées d'autorité par les banques centrales, car celles-ci n'accordent pas ou guère de crédits directs aux entreprises et particuliers. A noter cependant que la Banque Nationale de Belgique possède un réseau d'agences qui font de tels crédits, sous la garantie de personnalités du monde des affaires, ceci afin d'assurer que toute demande légitime du

secteur privé puisse toujours être satisfaite à des taux d'intérêt raisonnables; mais le montant de ces crédits est peu important.

Il n'en est pas moins vrai que les banques centrales peuvent souvent influencer les conditions auxquelles les autres organismes monétaires octroient des crédits aux entreprises et particuliers. C'est le cas, notamment, lorsque ces autres organismes ne possèdent pas eux-mêmes assez de ressources pour satisfaire toutes les demandes dont ils sont l'objet.

Voyons quelle est à cet égard la situation en Belgique. Nous devons distinguer le cas des banques de dépôts et celui de l'Institut de Récompte et de Garantie.

Les ressources que les banques belges peuvent consacrer au financement de crédits aux entreprises et particuliers sont assez limitées. D'une part, leurs ressources totales, c'est-à-dire en ordre principal leurs dépôts, sont limitées par la préférence, déjà signalée plus haut, que marque le public belge pour la monnaie fiduciaire. D'autre part, comme il a été expliqué précédemment, ces ressources, dans la mesure où elles sont en francs belges et exigibles à deux ans ou moins, sont rendues indisponibles, à concurrence de 65 p.c., par les coefficients de couverture; en fait, lorsque ceux-ci ont été instaurés en 1946, c'était précisément pour empêcher les banques d'accroître dans une trop forte mesure leurs crédits aux entreprises et particuliers en encaissant les effets publics dont elles s'étaient constitué de très gros portefeuilles pendant la guerre. Les banques doivent également respecter un coefficient de trésorerie, mais les actifs qui sont considérés comme trésorerie peuvent également être inclus dans la couverture, de sorte que ce coefficient ne rend indisponible aucune ressource additionnelle.

Les banques belges octroient des crédits aux entreprises et particuliers sous forme d'avances en compte courant ou sur titres et sous forme d'escompte d'effets commerciaux. Les avances ne sont pas mobilisables, sauf dans une certaine mesure auprès de l'Institut de Récompte et de Garantie. Les effets commerciaux peuvent être réescomptés à la Banque Nationale s'ils satisfont les règles d'éligibilité fixées par celle-ci. L'une de ces règles est immuable, car elle est imposée par les statuts mêmes de la Banque: les effets doivent échoir au plus tard dans les 120 jours et être garantis par trois signatures solvables, une des signatures pouvant être remplacée notamment par un gage. Mais d'autres règles sont édictées par les Conseils de la Banque: depuis de nombreuses années,

les effets doivent échoir au plus tard dans les 120 jours de la date à laquelle ils ont été tirés et non pas seulement de la date à laquelle ils sont présentés au réescompte; c'est là un maximum et la durée la plus longue que peut avoir un effet déterminé varie suivant le type d'opérations qu'il finance.

Si l'on considère la période d'après-guerre, on constate que, comme les ressources dont elles pouvaient disposer pour financer des crédits aux entreprises et aux particuliers étaient assez limitées, les banques belges ont réescompté en permanence, pendant la plus grande partie de cette période, une fraction de leur portefeuille d'effets commerciaux auprès de la Banque Nationale. Telle est sans doute l'une des raisons qui les incitent à fixer souvent par référence au taux d'escompte de la Banque les taux qu'elles demandent pour leurs crédits, permettant ainsi à la Banque d'influencer ces taux par des modifications de son propre taux. C'est là un premier processus par lequel la Banque peut influencer les conditions auxquelles les banques octroient des crédits aux entreprises et particuliers.

Les ressources qui restent disponibles après que la couverture a été constituée déterminent le montant maximum des crédits que les banques belges peuvent accorder aux entreprises et particuliers sous forme d'avances et sous forme d'escompte d'effets commerciaux non réescomptables à la Banque Nationale, sous réserve qu'une partie de ces effets peut être réescomptée sur le marché. Le maximum est même, en fait, plus faible, car les banques doivent, pour pouvoir faire face, le cas échéant, à une contraction de leurs ressources, disposer d'une marge de sécurité sous forme d'un portefeuille d'effets réescomptables ou d'excédents de couverture. Tout crédit accordé aux entreprises et particuliers au-delà de ce maximum doit l'être sous forme d'effets réescomptables. Lorsque la Banque Nationale rend plus strictes les conditions qu'elle met au réescompte, les banques sont obligées d'appliquer les mêmes restrictions au moins à l'escompte des effets qu'elles réescomptent ou qu'elles pourraient devoir réescompter. C'est là le second processus par lequel la Banque peut influencer les conditions auxquelles les banques octroient des crédits aux entreprises et particuliers.

Si l'on examine comment ont évolué, au cours des dernières années, les excédents de couverture et le portefeuille d'effets commerciaux réescomptables des banques belges, on constate que leur total a sensiblement dépassé ce qui pourrait être considéré comme une marge de sécurité normale: les excédents de couverture

ont oscillé aux environs de 2,5 milliards de francs belges en 1955, 1956 et 1957 et aux environs de 5 milliards depuis l'automne de 1958 (9); le portefeuille d'effets réescomptables a atteint les montants suivants:

Fin d'année	En milliards de francs belges
1954	6,4
1955	9,4
1956	7,1
1957	8,0
1958	10,7
1959	9,4
1960	10,1

Source: Rapports annuels de la Commission Bancaire.

En fin d'année, depuis 1954, l'ensemble des excédents de couverture et du portefeuille d'effets réescomptables n'est donc jamais tombé au-dessous de 9 milliards de francs belges et s'est élevé jusqu'à 16 milliards. Pour apprécier correctement la marge de sécurité que donnent de tels montants, il faut se souvenir qu'ils sont appelés à financer une contraction éventuelle des ressources bancaires à concurrence de 35 p.c. seulement, les 65 p.c. restants pouvant être financés par l'encaissement d'effets publics qui constituent la couverture.

Il résulte de ce qui précède que les banques belges auraient eu la possibilité, durant les années récentes, d'accorder plus de crédits aux entreprises et particuliers. En d'autres termes, elles n'ont pas utilisé toutes les ressources dont elles pouvaient disposer, à consentir des avances et à escompter des effets commerciaux non réescomptables. Or, ces ressources étaient, nous l'avons vu, assez limitées. On peut en conclure que la demande de crédits bancaires dans le chef des entreprises et des particuliers a été relativement faible pendant la période étudiée.

(9) *Commission Bancaire, 1935-1960*, graphique II « Couvertures bancaires » figurant en regard de la page 112, et, pour les années 1959 et 1960, Rapports annuels de la Commission Bancaire.

Nous avons constaté plus haut que les banques belges ont réescompté en permanence, pendant la plus grande partie de l'après-guerre, une fraction de leur portefeuille d'effets commerciaux auprès de la Banque Nationale. Cette constatation ne vaut pas cependant pour la période la plus récente. Depuis quelque temps, les banques n'ont guère eu un encours de réescompte à la Banque qu'à certaines époques où des tensions particulières se sont manifestées, comme, par exemple, aux échéances annuelles ou immédiatement après l'octroi de l'indépendance au Congo. Les raisons pour lesquelles les banques peuvent actuellement satisfaire, avec leurs propres ressources, toutes les demandes de crédits des entreprises et particuliers sont, d'une part, le peu d'intensité de ces demandes depuis un certain nombre d'années et, d'autre part, l'accroissement marqué des ressources. Cet accroissement résulte de ce que la structure du stock monétaire et des liquidités quasi monétaires en francs belges se modifie progressivement au profit des dépôts bancaires, la part de ceux-ci dans le total étant passée de 31 à 36 p.c. entre la fin de 1951 et celle de 1960; il résulte aussi de ce que, entre ces deux dates, l'encours des bons de caisse émis par les banques, lesquels ne sont pas soumis aux coefficients de couverture, est passé de 0,6 à 7,6 milliards de francs belges.

Les conséquences que ce nouvel état de choses pourrait avoir pour le contrôle que la Banque Nationale de Belgique exerce sur le volume des crédits accordés aux entreprises et particuliers par les banques méritent de retenir quelques instants notre attention.

Il est peu probable que la Banque Nationale perde son influence sur les taux d'intérêt prélevés par les banques sur leurs crédits aux entreprises et particuliers. C'est, en effet, en partie par tradition et non pas seulement pour des raisons de rentabilité que ces taux sont fixés par référence au taux d'escompte de la Banque. Au surplus, depuis la réforme du marché monétaire de novembre 1957, une majoration du taux d'escompte de la Banque entraîne un relèvement du taux des certificats de trésorerie de la tranche B et des certificats du Fonds des Rentes; si les banques n'augmentaient pas parallèlement les taux qu'elles prélèvent sur leurs crédits aux entreprises et particuliers, elles en viendraient à gagner moins sur ces crédits qu'elles ne pourraient le faire en souscrivant, à la place, des certificats du Fonds des Rentes.

Par contre, l'influence que la Banque Nationale exerce sur le volume des crédits bancaires aux entreprises et particuliers en

modifiant les conditions de durée qu'elle met au réescompte d'effets commerciaux pourrait s'affaiblir. A l'heure actuelle, si les entreprises et particuliers accroissaient brusquement leurs demandes de crédits, les banques pourraient, sous réserve de la marge de sécurité qu'elles devraient conserver, satisfaire cet accroissement à concurrence de 5 milliards de francs belges en réalisant leurs excédents de couverture et à concurrence de 10 milliards en réescomptant à la Banque Nationale les effets commerciaux réescomptables qu'elles ont en portefeuille, ce dernier montant pouvant toutefois être réduit si la Banque rendait plus strictes ses conditions de réescompte. Au total, les banques pourraient théoriquement satisfaire, sans que la Banque puisse s'y opposer, une fraction beaucoup plus considérable d'une brusque augmentation de la demande de crédits émanant des entreprises et des particuliers qu'elles n'auraient pu le faire avant 1958.

Après avoir considéré le cas des banques de dépôts, nous devons considérer celui de l'Institut de Réescompte et de Garantie, institution d'utilité publique dont l'Etat garantit les opérations jusqu'à une limite de 12 milliards de francs belges actuellement et dont le capital est fourni par les banques qui participent à sa gestion.

L'Institut de Réescompte et de Garantie escompte la grande majorité des effets en francs belges que les exportateurs et les importateurs tirent sur les banques belges et qui sont visés par la Banque Nationale (acceptations bancaires visées représentatives d'exportations ou d'importations).

En apposant son visa sur une acceptation, la Banque s'engage irrévocablement à la réescompter, en cas de besoin, pour autant qu'elle n'ait pas plus de 120 jours à courir au moment de sa présentation au réescompte et qu'elle soit présentée par un intermédiaire agréé autre que le banquier accepteur. Pour bénéficier du visa, les acceptations doivent non seulement être représentatives d'exportations ou d'importations, mais aussi être conformes à certains critères que la Banque fixe et qui peuvent avoir trait notamment à la nature des marchandises, à leur provenance ou leur destination, ou à leur utilisation à l'intérieur du pays. Suivant que ces critères sont plus ou moins stricts, le volume des interventions de l'Institut de Réescompte et de Garantie sera plus ou moins large. Certes, une acceptation qui n'est pas éligible au visa de la Banque peut être escomptée sur le marché, mais, dans ce cas, l'Institut de Réescompte

et de Garantie agit comme simple courtier et le taux d'escompte est plus élevé.

Les taux auxquels l'Institut de Réescompte et de Garantie escompte les acceptations bancaires visées sont influencés par le coût des moyens de financement qu'il utilise. Ces moyens consistent en des emprunts d'argent à très court terme et en un recours au réescompte de la Banque Nationale. Ceci explique que l'Institut relève ses taux chaque fois que la Banque majore le sien.

La Banque Nationale influence donc le volume des interventions de l'Institut de Réescompte et de Garantie à la fois par sa politique de visa et par sa politique de taux d'escompte. Cette influence se distingue à deux égards de celle, par ailleurs assez similaire, que la Banque exerce sur le volume des crédits accordés par les banques de dépôts aux entreprises et particuliers. D'une part, elle affecte la balance des paiements, non pas indirectement en provoquant une modification de la demande globale, mais directement en provoquant une modification des exportations ou des importations, ou au moins de l'époque où elles sont payées. D'autre part, une hausse du taux d'escompte a plus de chance de décourager une demande de crédits lorsque ceux-ci sont destinés à financer des transactions internationales que lorsqu'ils sont destinés à financer des transactions intérieures. Dans le cas des transactions internationales, en effet, il est souvent possible de substituer une source étrangère de crédits à une source nationale. C'est ainsi qu'une partie des importations belges de coton est financée à New York ou à Bruxelles selon que le coût du crédit est plus bas sur l'une ou l'autre de ces places et il en est de même d'une partie des importations de laine qui peut être financée soit à Londres, soit à Bruxelles. Les déplacements qui peuvent se produire lorsque le crédit devient plus cher en Belgique qu'à l'étranger, ou inversement, ne sont cependant pas d'une grande ampleur.

En résumé, la constatation la plus importante qui se dégage de la présente section est que la demande de crédits bancaires émanant des entreprises et des particuliers est, en général, assez faible en Belgique. Cette faiblesse structurelle, jointe à l'augmentation progressive des ressources des banques, sous forme de dépôts et de bons de caisse, risque de réduire l'efficacité d'un des instruments dont dispose la Banque Nationale pour contrôler de brusques poussées conjoncturelles ou accidentelles de la demande des entre-

prises et particuliers pour les crédits accordés par les banques: les conditions mises au réescompte. Quoi qu'il en soit, il resterait toujours à la Banque la possibilité de recourir à un maniement du taux d'escompte; l'efficacité de ce second instrument n'a guère été mise à l'épreuve jusqu'à présent, précisément en raison de la faiblesse de la demande de crédits; on peut dire cependant qu'elle est plus grande dans le cas des transactions internationales, dont le financement peut être assuré sur l'une ou l'autre de différentes places, que dans le cas des transactions intérieures, dont le financement ne peut guère être assuré qu'en Belgique.

Section 3: Opérations avec l'étranger.

Une catégorie d'opérations avec l'étranger, le mouvement des capitaux officiels, a déjà été discutée dans la première section du présent chapitre. Il reste donc à parler ici des transactions courantes et du mouvement des capitaux privés. Comme il a déjà été dit plus haut, les premières ont généralement laissé un surplus et le second un déficit en Belgique au cours des dernières années.

Un surplus des transactions courantes peut être dû à une faiblesse de la demande intérieure de biens et de services et, dans ce cas, il ne saurait donner lieu, comme tel, à des difficultés. Mais il peut aussi être dû à la vigueur de la demande étrangère et il exerce alors les mêmes pressions expansionnistes qu'une demande intérieure de même ampleur émanant des entreprises, des particuliers ou de l'Etat et financée par des crédits des organismes monétaires. Pour autant que toutes les monnaies étrangères soient convertibles cependant, un surplus des transactions courantes de ce second type présente, sur la demande intérieure financée par les organismes monétaires, l'avantage de fournir les devises nécessaires pour payer les importations supplémentaires de biens et de services qui résulteront des pressions expansionnistes. En d'autres termes, celles-ci ne risquent pas de causer un déficit de la balance des paiements lorsqu'elles proviennent d'un surplus des transactions courantes dû à la vigueur de la demande étrangère, comme lorsqu'elles proviennent d'une demande intérieure.

Pour ces motifs, le surplus des transactions courantes n'a plus constitué, depuis plusieurs années, un problème pour les autorités belges. La dernière fois que celles-ci ont dû s'en préoccuper, c'est pendant la période qui suivit le déclenchement de la guerre de

Corée, particulièrement durant l'année 1951. Les raisons pour lesquelles le surplus des transactions courantes a constitué un problème pendant cette période sont au nombre de trois :

- 1) par suite de la guerre de Corée, le surplus des transactions courantes était particulièrement important;
- 2) par suite de la guerre de Corée également, la demande intérieure se situait elle-même à un niveau élevé;
- 3) le surplus des transactions courantes représentait le solde d'un surplus avec la zone U.E.P. et d'un déficit avec la zone dollar. Or, le surplus avec la zone U.E.P. ne pouvait être utilisé que partiellement pour financer le déficit avec la zone dollar, car une fraction seulement en était réglée en or ou dollars, le reste donnant lieu à l'octroi de crédits par la Belgique à l'U.E.P.

Le problème était donc constitué par l'intensité combinée des pressions expansionnistes extérieures et intérieures et par d'éventuelles difficultés de paiements avec la zone dollar en raison de l'inconvertibilité des monnaies U.E.P.

La solution qui fut adoptée consista à faire financer, à partir de septembre 1951, les nouveaux crédits à l'U.E.P. par l'Etat et par le blocage pendant six mois de 5 p.c. du produit de toute exportation à destination d'un pays membre de l'U.E.P.

Dans la mesure où l'Etat finançait les crédits à l'U.E.P., il pouvait être amené à réduire d'autres dépenses et cette réduction atténuerait les pressions expansionnistes.

Le blocage temporaire d'une partie du produit des exportations à destination des pays membres de l'U.E.P. influençait également le volume des ressources dont pouvait disposer le Trésor, car il limitait l'augmentation de la monnaie et, partant, celle des crédits des organismes monétaires à l'Etat qui en résultait plus ou moins automatiquement, surtout avant la réforme de 1957. Le même blocage pouvait évidemment freiner les dépenses des exportateurs, privés d'une partie de leurs ressources, ou même les inciter à réduire leurs ventes aux pays membres de l'U.E.P.

Le caractère exceptionnel de la période qui suivit le déclenchement de la guerre de Corée et le rétablissement de la transférabilité de la plupart des monnaies à la fin de 1958 font qu'il est hautement improbable que les autorités belges doivent encore recourir à l'avenir à des mesures du genre de celles qui viennent d'être décrites.

Il peut être intéressant de signaler cependant qu'à l'heure actuelle, les crédits que la Belgique consent dans le cadre de l'Accord Monétaire Européen et ceux qu'elle consent dans le cadre des rares accords de paiements bilatéraux encore en vigueur et qui subissent une immobilisation supérieure à 120 jours sont financés, non pas par la Banque Nationale, mais par la Société Nationale de Crédit à l'Industrie, c'est-à-dire non pas par création de monnaie, mais par recours au marché des capitaux.

Après avoir examiné les incidences du surplus des transactions courantes en Belgique, venons-en maintenant à celles du déficit du mouvement des capitaux privés. La possibilité, pour la Banque Nationale, de mettre fin, par un relèvement de son taux d'escompte, à un déficit de ce genre lorsqu'il est financé par une conversion de dépôts bancaires à terme en monnaie a été discutée au chapitre I. Dans le présent chapitre, nous devons examiner le cas d'un déficit du mouvement des capitaux privés financé au moyen de revenus courants.

Un tel déficit agit dans le sens de la contraction. Il réduit le stock de monnaie et partant, pour des raisons déjà exposées, les crédits des organismes monétaires à l'Etat. Si les fonds qui sont exportés restaient en Belgique, ils pourraient y être dépensés à l'achat de biens et de services, des biens d'équipement par exemple. Et s'ils ne l'étaient pas, ils pourraient venir gonfler la masse de monnaie oisive qui, par son importance, pose déjà un problème aux autorités monétaires belges.

Les effets de contraction qu'exerce un déficit du mouvement des capitaux privés financé au moyen de revenus courants peuvent, selon les circonstances, être bienfaisants ou dommageables. Au surplus, la perte de change résultant de ce même déficit peut constituer un inconvénient plus ou moins sérieux suivant que le surplus des transactions courantes est faible ou considérable.

Il est donc essentiel que les autorités disposent d'un instrument pour freiner les exportations de capitaux privés quand celles-ci apparaissent contre-indiquées. Cet instrument, c'est la subdivision du marché des changes en deux compartiments : le marché réglementé et le marché libre. Les achats et les ventes de devises dans le cadre d'opérations commerciales ou connexes avec l'étranger passent par le marché réglementé sur lequel, grâce aux interventions des autorités, l'écart entre les cours et la parité ne dépasse jamais un certain

pourcentage, très limité, de celle-ci. Les achats et les ventes de devises dans le cadre d'opérations en capital des entreprises et particuliers avec l'étranger passent par le marché libre sur lequel les cours peuvent fluctuer sans limites; le cas échéant, une hausse des cours freinera des sorties indésirables de capitaux privés; c'est ce qui s'est passé lors de l'affaire congolaise en juillet-août 1960, lorsque le cours du dollar américain sur le marché libre a atteint jusqu'à 54 francs belges environ, alors que, sur le marché réglementé, la limite supérieure pour cette monnaie est de 50,375 francs belges.

Il convient de remarquer, cependant, qu'une hausse des cours sur le marché libre des changes ne constitue pas un régulateur à cent pour cent efficace des sorties de capitaux privés. Elle accentuera, au lieu d'atténuer, les effets de contraction qu'ont ces sorties si la demande de devises est inélastique. Il est vrai que, sauf dans le cas où l'élasticité de cette demande serait nulle, le volume des devises achetées diminuera, mais un élargissement de l'écart entre les cours du marché libre et ceux du marché réglementé peut, s'il est important, susciter des opérations frauduleuses qui auront pour effet d'alimenter le marché libre au moyen de devises détournées du marché réglementé.

Les conclusions de la présente section peuvent être résumées en quelques mots: Maintenant que toutes les monnaies importantes sont convertibles entre elles, le surplus structurel des transactions courantes de la Belgique ne risque plus de poser de problèmes aux autorités belges; à noter, d'ailleurs, que ce surplus résultait, dans une très large mesure, de celui avec le Congo et qu'il pourrait se contracter ou disparaître à l'avenir. Les autorités belges contrôlent le déficit structurel du mouvement des capitaux privés en faisant passer les opérations de l'espèce par le marché libre.

Section 4: Conclusions.

En Belgique, une création de monnaie a lieu de façon plus ou moins continue pour financer les dépenses de l'Etat, celui-ci cédant aux organismes monétaires des titres de sa dette ou des devises empruntées à l'étranger, pour financer les dépenses des entreprises et particuliers et pour financer les achats de biens et services belges par des étrangers. Par contre, des exportations de capitaux privés provoquent régulièrement une destruction de monnaie.

Parmi les trois types de financement qui donnent lieu à une expansion monétaire, seul le premier, le financement du Trésor, doit être contrôlé de façon constante. En l'absence d'un tel contrôle, il atteindrait un niveau qui pourrait compromettre la stabilité monétaire soit dans l'immédiat, soit, en augmentant la masse de monnaie oisive, à une époque ultérieure. Et même si elle ne compromettrait pas la stabilité monétaire, l'ampleur que revêtirait le financement du Trésor en l'absence de contrôle retiendrait dans le secteur public des moyens de production dont l'emploi dans le secteur privé, notamment pour effectuer des investissements productifs, aurait été plus souhaitable.

Sauf à des époques exceptionnelles en raison de l'état de la conjoncture ou de la situation politique internationale, le montant des crédits accordés par les organismes monétaires aux entreprises et particuliers n'est pas assez élevé pour constituer un danger, même s'il n'est pas soumis à d'autres limitations que celles imposées par une saine gestion bancaire.

Les problèmes qu'a parfois posés dans le passé le boni des transactions courantes avec l'étranger ne risquent guère de réapparaître à l'avenir. D'une part, ils découlaient, dans une assez large mesure, du fait que la plupart des monnaies étaient, à l'époque, inconvertibles. D'autre part, le relâchement des liens économiques avec le Congo aura sans doute pour effet de réduire le boni des transactions courantes.

Cette réduction risque, par ailleurs, de rendre plus difficile le financement des exportations de capitaux privés dont l'ampleur a nécessité une vigilance constante au cours des dernières années.

Les instruments utilisés pour contenir d'une manière continue le financement du Trésor par les organismes monétaires, pour restreindre occasionnellement les crédits bancaires aux entreprises et particuliers, pour limiter ou compenser les dépenses résultant du boni des transactions courantes avec l'étranger lorsque la nécessité s'en est fait sentir et pour décourager des exportations excessives de capitaux privés, sont différents dans les quatre cas, sauf peut-être le taux d'escompte de la Banque Nationale. Ils ne peuvent donc pas faire l'objet d'une synthèse et il est inutile de répéter ici ce qui a été dit dans chacune des trois sections précédentes.

Chapitre III: Monnaie provenant de la vente de fonds publics, de retraits de dépôts auprès des caisses d'épargne et d'un endettement envers des organismes non monétaires.

Une entreprise ou un particulier dont la demande de biens et services nationaux et les achats de devises dépassent le revenu au cours d'une période peut financer l'excédent non seulement en utilisant de la monnaie oisive ou des dépôts bancaires à terme ou en s'endettant vis-à-vis des organismes monétaires, mais aussi en réalisant des fonds publics ou des dépôts auprès des caisses d'épargne ou en s'endettant envers des organismes non monétaires.

En Belgique, l'autorité qui peut permettre, décourager ou compenser des achats de biens et services nationaux et de devises financés de cette manière est le Fonds des Rentes.

A la section I du chapitre II, il a déjà été expliqué comment cet organisme, dont la gestion est assurée paritairement par la Trésorerie et la Banque Nationale, émet des certificats que les banques de dépôts souscrivent pour constituer la couverture de leurs engagements en francs belges à deux ans ou moins. C'est avec le produit de ces émissions, éventuellement complété par des moyens d'action fournis directement ou indirectement par la Banque Nationale, que le Fonds des Rentes finance actuellement ses opérations. Celles-ci consistent notamment à acheter et à vendre des fonds publics et, depuis juin 1959, des certificats de trésorerie.

Le Fonds des Rentes est le teneur de marché pour les fonds publics, c'est-à-dire pour les emprunts à cinq ans et plus émis sur le marché belge par l'Etat, les provinces, les communes et les organismes du secteur public. Il détient un portefeuille de chaque emprunt qui lui permet de satisfaire les offres d'achats en excès des offres de ventes et qu'il reconstitue lorsqu'il absorbe des offres de ventes en excès des offres d'achats.

Bien entendu, le Fonds des Rentes ne comble pas automatiquement n'importe quel écart entre les offres de ventes et les offres d'achats. En particulier, lorsque les premières dépassent les secondes, il pourra, selon les cas, se porter acheteur de l'excédent aux cours antérieurement pratiqués ou à des cours plus ou moins abaissés, ou encore limiter ou refuser son intervention, ce qui impliquera que les offres de ventes ne seront acceptées qu'à concurrence d'un

certain pourcentage ou même, si les offres d'achats sont trop faibles, seront entièrement rejetées.

En décidant de l'attitude à adopter dans un cas d'espèce, le Fonds des Rentes doit tenir compte de deux sortes de considérations.

D'une part, le Fonds des Rentes doit assurer un marché aux fonds publics. En d'autres termes, les détenteurs doivent savoir qu'en cas de besoin, ils pourront généralement réaliser leur portefeuille sans encourir une perte en capital trop sévère. Si le Fonds laissait des doutes sérieux se faire jour à cet égard, en abaissant trop brutalement les cours ou en se retirant trop fréquemment du marché, les nouvelles émissions pourraient trouver plus difficilement preneur, ce qui réduirait sans nécessité les ressources du secteur public et risquerait de gonfler encore la masse de monnaie oisive et les sorties de capitaux privés.

D'autre part, le Fonds des Rentes doit prendre en considération l'incidence qu'aura sur l'économie la création ou la destruction de monnaie résultant de ses interventions sur le marché des fonds publics.

En conséquence, lorsque des entreprises ou des particuliers, désireux de dépenser plus qu'ils ne gagnent, chercheront à vendre des fonds publics, le Fonds des Rentes pourra, selon les circonstances, soit les y aider en se portant acheteur à des cours stables ou à peine abaissés, soit les en empêcher ou les en dissuader en refusant de faire la contrepartie ou en ne la faisant qu'à des cours nettement abaissés, sous réserve que, dans cette seconde hypothèse, sa liberté de manoeuvre sera limitée par le souci de sauvegarder le caractère négociable des fonds publics.

Voyons maintenant quelle influence le Fonds des Rentes peut exercer lorsqu'un excédent de dépenses sur les revenus est financé, non plus par la vente de fonds publics, mais par des prélèvements sur des dépôts d'épargne ou par des crédits obtenus auprès d'organismes non monétaires.

Il va sans dire qu'à long terme et si l'on considère le secteur entreprises et particuliers dans son ensemble, un tel financement est impossible: une diminution des dépôts d'épargne doit entraîner une diminution des crédits octroyés au moyen de ces dépôts et les organismes non monétaires ne peuvent consentir des prêts à certains entreprises et particuliers que si d'autres entreprises et particuliers leur fournissent les moyens de le faire. En courte période

cependant, les caisses d'épargne peuvent rembourser des dépôts sans se faire rembourser des crédits et les organismes de crédit non monétaires peuvent consentir des prêts sans que des ressources correspondantes soient mises à leur disposition: il suffit pour cela que les unes et les autres puisent dans leur trésorerie.

Le mot « trésorerie » est pris ici dans un sens large et comprend, outre les pièces et billets et les avoirs à vue, des placements provisoires. Dans le cas de la Caisse Générale d'Épargne et de Retraite, la caisse d'épargne officielle dont les dépôts sont trois fois plus considérables que ceux de toutes les caisses d'épargne privées ensemble, et dans le cas de certains organismes de crédit non monétaires du secteur public, ces placements provisoires consistent notamment en des prêts d'argent à très court terme, des acceptations bancaires et des certificats de trésorerie. En conséquence, lorsque la Caisse Générale doit faire face à des retraits de dépôts ou que, durant une période donnée, cette Caisse et les organismes de crédit du secteur public octroient des prêts pour un montant supérieur à celui de l'épargne qu'ils rassemblent, ils peuvent présenter des certificats de trésorerie au remboursement. L'État se trouve alors privé d'une partie de ses ressources et, comme il utilise d'une façon quasi permanente toutes les ressources auxquelles il a accès, il peut être contraint de réduire ses dépenses suivant un processus qui a été décrit à la section I du chapitre II. L'augmentation des dépenses dans le chef des entreprises et des particuliers tend donc à être compensée par une diminution des dépenses dans le chef de l'État.

Dans certaines circonstances, une telle compensation peut être souhaitable. Dans d'autres, par contre, elle peut être superflue ou même nuisible, soit qu'une augmentation de la demande globale soit sans danger ou même bienfaisante, soit que l'encaissement des certificats de trésorerie risque de provoquer une crise de trésorerie. C'est dans ce second type de circonstances qu'une intervention du Fonds des Rentes peut s'avérer utile.

Ainsi qu'il a été dit plus haut, c'est en juin 1959 que le Fonds a été formellement autorisé à acheter et à vendre des certificats de trésorerie. La période qui s'est écoulée depuis lors est trop courte pour qu'on puisse porter un jugement définitif sur les possibilités nouvelles qu'a ouvertes un tel élargissement des attributions du Fonds. On peut cependant concevoir que cet élargissement permettrait désormais au Fonds d'agir notamment de la façon suivante.

Lorsque les entreprises et les particuliers financent des dépenses par des prélèvements sur leurs dépôts d'épargne ou en obtenant plus de crédits des organismes non monétaires que ceux-ci ne peuvent en consentir avec leurs ressources courantes, mais lorsque les circonstances sont telles que ces dépenses sont inoffensives ou même utiles, le Fonds des Rentes peut empêcher que l'État ne soit forcé de réduire ses propres dépenses en contrepartie; à cette fin, il lui suffira d'acheter des certificats de trésorerie à la Caisse Générale d'Épargne et de Retraite et aux organismes de crédit du secteur public, les dispensant ainsi d'encaisser des certificats venant à échéance.

L'essentiel de ce qui a été dit dans le présent chapitre se ramène à ce qui suit.

S'il n'y a ni déthésaurisation, ni création de monnaie, des entreprises et des particuliers ne peuvent pas dépenser plus qu'ils ne gagnent, en liquidant leur portefeuille de fonds publics, en prélevant sur leurs dépôts d'épargne ou en obtenant des crédits d'organismes non monétaires, sans que d'autres entreprises et particuliers ou l'État dépensent, en contrepartie, moins qu'ils ne gagnent. Dans certains cas, le Fonds des Rentes pourra susciter la création de monnaie nécessaire pour que cette contrepartie n'apparaisse pas. A cette fin, il affectera les moyens d'action mis à sa disposition par les organismes monétaires à l'achat des fonds publics offerts en vente ou au rachat de certificats de trésorerie à la Caisse Générale d'Épargne qui doit rembourser des dépôts et aux organismes non monétaires du secteur public qui ne peuvent financer tous leurs nouveaux crédits avec leurs ressources courantes. Le Fonds des Rentes interviendra de la sorte soit pour permettre une augmentation de la demande globale que les circonstances rendent souhaitable, soit pour assurer un marché aux fonds publics ou éviter une crise de trésorerie.

Conclusions générales.

En Belgique, la situation du secteur public et celle du secteur privé en matière de liquidités sont totalement différentes.

Depuis de nombreuses années, l'État est perpétuellement à court de liquidités. L'ampleur de ses besoins est telle que tout moyen de paiement mis à sa disposition est presque immédiatement utilisé.

Au contraire, les liquidités des entreprises et particuliers s'accroissent continuellement. Cela se traduit positivement par l'accumulation de monnaie oisive, par des souscriptions aux emprunts de l'Etat et par des placements à l'étranger, et négativement par un recours peu important au crédit des organismes monétaires.

Cette situation de l'Etat, d'une part, des entreprises et particuliers, d'autre part, en matière de liquidités, pose deux problèmes aux autorités belges responsables du contrôle de ces liquidités.

Le premier problème est de limiter le financement de l'Etat par les organismes monétaires. Les moyens employés à cette fin sont la convention du 14 septembre 1948 qui fixe à 10 milliards de francs belges le montant maximum des crédits que la Banque Nationale peut accorder à l'Etat sous forme d'escompte et d'achat d'effets publics et l'influence que la Banque exerce sur les taux d'intérêt de certains effets d'Etat, grâce à laquelle elle peut faire en sorte qu'à liquidité égale, ces effets soient moins rentables pour les banques que les crédits aux entreprises et particuliers et les certificats du Fonds des Rentes.

Le second problème est de contrôler les exportations de capitaux privés. Les moyens employés à cette fin sont le marché libre des changes sur lequel les fluctuations de cours ne sont pas soumises aux mêmes limites que sur le marché réglementé et le taux d'escompte de la Banque Nationale dont le relèvement peut, en augmentant le rendement des dépôts bancaires à terme et le coût des crédits des organismes monétaires aux entreprises et particuliers, notamment sous forme d'acceptations en francs belges représentatives d'importations, mettre fin à une disparité entre les taux d'intérêt belges et étrangers.

Si les entreprises et particuliers belges accumulent généralement des liquidités, ils peuvent, à certaines époques, ralentir ou arrêter brusquement cette accumulation en vue d'accroître leurs achats de biens et services nationaux ou de devises. Un tel accroissement apparaîtra opportun ou inopportun, selon les circonstances, aux autorités responsables.

Une augmentation, jugée opportune, des achats des entreprises et particuliers pourra être facilitée de diverses manières. Si elle est financée par des ventes de fonds publics, le Fonds des Rentes pourra racheter ceux-ci à des cours stables ou à peine abaissés. Si elle est financée par des prélèvements sur des dépôts d'épargne ou par un appel au crédit d'organismes non monétaires, le Fonds des

Rentes pourra éviter qu'elle ne soit compensée par une diminution des dépenses de l'Etat en rachetant des certificats de trésorerie à la Caisse Générale d'Epargne et de Retraite et aux organismes de crédit du secteur public.

Si, au contraire, les circonstances rendent inopportun un accroissement des dépenses des entreprises et particuliers, le Fonds des Rentes s'abstiendra, ou, s'il se porte acheteur de fonds publics, il ne le fera qu'à des cours nettement abaissés. Au surplus, la Banque Nationale cherchera à limiter l'ampleur des dépenses qui sont financées par un recours au crédit des organismes monétaires, en majorant son taux d'escompte et en rendant plus strictes les conditions qu'elle met à l'octroi de son visa pour les acceptations représentatives d'exportations et d'importations et au réescompte des effets commerciaux.

Tels sont les problèmes avec lesquels les autorités responsables du contrôle des liquidités en Belgique sont ou peuvent être confrontées et tels sont les moyens dont elles disposent pour les résoudre.

Ces moyens, il importe de le souligner, ne sont pas d'une efficacité parfaite. Si certaines formes de financement monétaire du Trésor, tels les crédits directs de la Banque Nationale, sont étroitement contrôlées, d'autres, tel le financement par l'Office des Chèques Postaux ou par appel aux marchés financiers extérieurs, sont déterminées par des facteurs sur lesquels les autorités responsables du contrôle des liquidités n'exercent aucune influence. Des cours trop élevés sur le marché libre des changes peuvent susciter sur ce marché une offre de devises prélevées frauduleusement sur le marché réglementé. Les autorités responsables n'ont aucun moyen d'empêcher une augmentation des dépenses des entreprises et particuliers financée par une déthésaurisation. L'imposition, par la Banque Nationale, de conditions plus strictes pour le réescompte d'effets commerciaux risque de ne pas se répercuter pleinement sur les conditions auxquelles des crédits sont consentis aux entreprises et particuliers par les banques si celles-ci possèdent d'importants excédents de couverture sous forme de certificats du Fonds des Rentes. Même si une augmentation de la demande globale est contre-indiquée dans les circonstances du moment, le Fonds des Rentes peut être contraint d'absorber des offres d'effets publics pour sauvegarder le marché des fonds publics ou pour empêcher une crise de trésorerie.

Cependant, même si les autorités responsables du contrôle des liquidités disposaient d'instruments de la plus grande efficacité, elles n'auraient encore à jouer qu'un rôle limité et, dans une large mesure, négatif. Ce rôle consiste à empêcher que des obstacles ne viennent entraver la politique économique générale. Plus concrètement, il consiste en Belgique à éviter que l'Etat, par un recours exagéré aux organismes monétaires, absorbe une part excessive des facteurs de production disponibles, à éviter que les entreprises et particuliers, par manque de confiance dans la monnaie nationale, hésitent à se constituer des actifs financiers en cette monnaie, à éviter que des sorties trop considérables de capitaux privés réduisent indûment les réserves de change officielles, à éviter enfin que des dépenses des entreprises et particuliers financées par une liquidation de fonds publics ou de dépôts d'épargne ou par des crédits des organismes non monétaires, mais ne présentant pas d'inconvénient dans les circonstances du moment, perturbent la situation de la Trésorerie ou le marché des fonds publics.

Tout ceci revient à dire que l'objet limité, mais essentiel du contrôle des liquidités est de rendre possibles un niveau élevé d'investissements productifs, un approvisionnement adéquat de l'économie en biens et services étrangers et une gestion ordonnée de la Trésorerie de l'Etat. Il appartient alors aux pouvoirs publics, aux chefs d'entreprises et aux travailleurs de tirer le meilleur parti possible des conditions favorables ainsi créées, de manière à ce que l'activité économique et son rythme d'expansion atteignent les niveaux les plus élevés qui soient compatibles avec la stabilité des prix et l'équilibre de la balance des paiements.

JACQUES BAUDEWYNS